الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة منتوري – قسنطينة–

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

رقم التسجيل : .....

أطـــروحـــــة

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

# كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم

## دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية


من إعداد :

لطرش سميرة

تحت إشراف:

أحمد بوراس

أ.ت. العالي


أمام أعضاء لجنة المناقشة

| | | | |
|---|---|---|---|
| – جبار محفوظ | رئيسا | أ.ت.العالي | جامعة سطيف |
| – بوراس أحمد | مقررا | أ.ت.العالي | جامعة أم البواقي |
| – بوعتروس عبد الحق | عضوا | أ.محاضر | جامعة قسنطينة |
| – سحنون محمود | عضوا | أ.محاضر | جامعة قسنطينة |
| – معطى الله خير الدين | عضوا | أ.ت العالي | جامعة قالمة |
| – زغيب مليكة | عضوا | أ.محاضر | جامعة سكيكدة |

السنة الجامعية: 2009 – 2010

# الإهداء

إلى سبب وجودي في هذه الحياة، إلى اللذان أعيش بهما وأعيش لأجلهما، تقديرا واعترافا بفضلهما الذي لا يفوقه فضل إلا فضل الله، إلى الوالدين العزيزين.

إلى من كانوا لي دعما وسندا في هذه الحياة

أخواتي: صبرينة، منى، عائشة

أخي العزيز رمزي بدرو

# تشكرات

إن واجب الاعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذ المشرف الدكتور أحمد بوراس على توجيهاته ، ملاحظاته، على وقته الثمين، وعلى كل الدعم والتسهيلات التي قدمها لإتمام هذا البحث.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لكل الأساتذة الذين ساعدوني في انجاز هذا العمل وأخص بالذكر: الدكتور موساوي، الأستاذ بن نعمون، الدكتور بحيوش، الأستاذ حميمص، الدكتور رجال، الأستاذة حمزة.

إلى كل أساتذة و عمال كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

# فهرس المحتويات


| | |
|---|---|
| **المقدمة** | 6 |
| **الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال** | 14 |
| **تمهيد** | 15 |
| **المبحث الأول: مفهوم سوق رأس المال** | 16 |
| **المطلب الأول:** تعريف سوق رأس المال | 16 |
| **المطلب الثاني:** وظائف سوق رأس المال | 19 |
| **المطلب الثالث:** الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال | 25 |
| **المبحث الثاني: أقسام سوق رأس المال** | 39 |
| **المطلب الأول:** الأسواق العاجلة | 40 |
| **المطلب الثاني:** الأسواق الآجلة | 44 |
| **المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال** | 46 |
| **المطلب الأول:** أعضاء سوق رأس المال | 46 |
| **المطلب الثاني:** قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال | 49 |
| **المطلب الثالث:** تنظيم سوق رأس المال في الجزائر | 55 |
| **المبحث الرابع: ماهية كفاءة سوق رأس المال** | 78 |
| **المطلب الأول:** تعريف كفاءة سوق رأس المال | 78 |
| **المطلب الثاني:** الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية | 82 |

**المطلب الثالث:** متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال 85

**المطلب الرابع:** العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق رأس المال 87

خلاصة 92

**الفصل الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال** 94

**تمهيد** 95

**المبحث الأول: الصيغة الضعيفة والتحليل الفني** 96

**المطلب الأول:** سلسلة الارتباط 97

**المطلب الثاني:** قواعد التصفية 113

**المطلب الثالث :** اختبار الأنماط الطارئة 114

**المبحث الثاني: الصيغة متوسط القوة والتحليل الأساسي** 115

**المطلب الأول:** تحليل الظروف الاقتصادية العامة 118

**المطلب الثاني:** تحليل ظروف الصناعة 127

**المطلب الثالث:** تحليل ظروف المنشأة 140

**المبحث الثالث : الصيغة القوية( استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق)** 150

**المطلب الأول:** ماهية الصيغة القوية 150

**المطلب الثاني:** إستراتيجية الشراء والاحتفاظ 152

**المطلب الثالث:** إستراتيجية صناديق المؤشرات 156

**المبحث الرابع: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال** 156

**المطلب الأول:** عدم تماثل المعلومة وأثره على سوق الأوراق المالية 158

**المطلب الثاني:** شذوذ السوق 160

**المطلب الثالث** : استراتيجيات الاستثمار النشطة 163

خلاصة 174

**الفصل الثالث: قيمة الورقة المالية** 176

**تمهيد** 177

**المبحث الأول: القيمة أو السعر** 178

**المطلب الأول:** ماهية القيمة أو السعر 178

**المطلب الثاني:** العوامل المؤثرة على سعر السهم أو الورقة المالية 179

**المبحث الثاني: محددات القيمة السوقية للورقة المالية** 185

**المطلب الأول:** العائد المتوقع من الاستثمار 186

**المطلب الثاني:** المخاطر وعدم التأكد 189

**المطلب الثالث:** قياس المخاطر المنتظمة 195

**المبحث الثالث: طرق تقييم السندات** 200

**المطلب الأول:** خصائص السندات و السمات المميزة للاستثمار في السندات 200

**المطلب الثاني** : محددات قيمة السند 205

**المطلب الثالث:** تقدير القيمة العادلة للسند 209

**المبحث الرابع: المداخل المختلفة في تقييم السهم** 214

**المطلب الأول:** عوائد السهم 215

**المطلب الثاني:** محددات سعر السهم السوقي 216

**المطلب الثالث:** أساليب تقييم السهم 229

خلاصة 251

**الفصل الرابع: اختبار كفاءة سوق رأس المال**
**دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية** 253

**تمهيد** 254

**المبحث الأول: قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق** 255

**المطلب الأول:** بورصة عمان 255

**المطلب الثاني:** سوق الأسهم السعودي 260

**المطلب الثالث:** سوق الكويت للأوراق المالية 264

**المطلب الرابع:** بورصة مصر 268

**المطلب الخامس:** بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 272

**المطلب السادس:** بورصة الجزائر 276

**المبحث الثاني : اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST** 283

**المطلب الأول:** بورصة عمان 284

**المطلب الثاني:** سوق الأسهم السعودي 285

**المطلب الثالث:** سوق الكويت للأوراق المالية 286

**المطلب الرابع:** بورصة مصر 288

**المطلب الخامس:** بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 289

**المطلب السادس:** بورصة الجزائر 291

**المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغتها المتوسطة** 292

**المطلب الأول:** بورصة عمان 293

**المطلب الثاني:** سوق الأسهم السعودي 300

**المطلب الثالث:** سوق الكويت للأوراق المالية 305

**المطلب الرابع:** بورصة مصر 310

**المطلب الخامس:** بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 315

**المطلب السادس:** بورصة الجزائر 320

خلاصة 325

**الخاتمة** 328

**المراجع** 338

**فهرس الجداول** 351

**الملخصات** 354

# المقدمة

## المقدمة

يعد سوق رأس المال أداة تمويلية هامة جدا ، حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولائك الذين يعانون من العجز.

ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور. وباعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، فان المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين اما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة( البنوك)، أو اقتصاد السوق المالي. حيث تساهم أسواق رأس المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، وهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية.

والمتتبع للتطورات الكبيرة التي يعرفها الاقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل و بوضوح التزايد الكبير لأهمية أسواق رؤوس الأموال، حيث أن الانتقال التدريجي و المستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق – بما يحمله من تغيرات على مستوى المعاملات الاقتصادية و المالية، الحرية التجارية، وحرية انتقال رؤوس الأموال– أدى إلى ازدياد دور أسواق رؤوس الأموال من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الكثير من الحواجز حيث أصبح التداول وعقد الصفقات و تنفيذها يكون عالميا و في وقت قياسي.

وعليه فانه و في إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية و المحافظة على مكانتها أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق رأس المال وتعمل على تطويرها و عصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة و تنويع الأدوات

المالية المتداولة. إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد و تطوره ونمو سوق رأس المال وزيادة كفاءته.

فمن الناحية النظرية، حيث يعتبر السوق الكفء، السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية، أو المستقبلية عامة أو خاصة. كما يعتبر السوق كفئا عندما يضم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد، والذين يرغبون في تعظيم عوائدهم. وفي إطار السوق الكفء يكون السوق في حالة توازن ، حيث تكون قيمة الورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، وبهذا الشكل لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

وإذا ما رجعنا إلى سلوك السعر في السوق الكفء سنسجل تحركا عشوائيا للأسعار، حيث يتغير سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق. بتعبير آخر نجد أن سعر السهم في ظل السوق الكفء يعكس كل معلومة تصل إلى السوق. هذا الأمر يبرز أهمية ووزن المعلومة بالنسبة لأسواق رأس المال، إذ تلعب المعلومات دورا كبيرا في التأثير على القرارات الاستثمارية للمتدخلين. وهو ما يحمل إدارة سوق رأس المال مسؤولية توفير المعلومات الضرورية عن الشركات المدرجة في السوق، وذلك من خلال وضع و ضبط تشريعات و قوانين تعمل على زيادة درجة الإفصاح و الشفافية في أسواق رأس المال.

إن توفر المعلومات و إتاحتها في الوقت المناسب يعد من الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة، إلى جانب شروط أخرى، كارتفاع عدد المتدخلين في السوق واتصافهم بالرشد، وتدني تكاليف التعامل إلى أقصى درجة ممكنة. وبالرغم من أنه ومن الناحية النظرية فان توفر هذه الشروط مجتمعة سيؤدي إلى تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق، لكن الأمر ليس بهذه البساطة، حيث أن المتمعن في هذه الشروط سيجدها صعبة التحقيق في الواقع، لكن ليس كل الشروط. إذ نجد في بعض الأحيان فاصل زمني بين الحصول على

المعلومات و تحليلها و انعكاسها على سعر الورقة المالية، و هو ما يؤدي إلى وجود اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) وقيمتها الحقيقية ( الاستثمارية) لفترة من الزمن، وهو ما يعرف بالكفاءة الاقتصادية. إذ يتطلب تحقيق الكفاءة الاقتصادية شرطين أساسيين، هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

حيث تعرف كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية التي تعتمد على وصول المعلومات إلى مجموع المتدخلين في سوق رأس المال، وتحليلها، وبالتالي انعكاسها على سعر الورقة المالية دون أن تترك المجال لتحقيق أرباح غير عادية. بينما نجد أن كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية تقوم على فكرة خلق التوازن بين العرض و الطلب في ظل تدني تكاليف المعاملات.

إن تحقيق التوازن بين العرض و الطلب و تخفيض درجة المخاطرة يتوقف إلى حد كبير على مدى توفر المعلومات و تماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين. ذلك أنه كلما زادت درجة الإفصاح و توفرت المعلومات التي يحتاجها المستثمر، وكلما انخفضت تكاليف الحصول على هذه المعلومات كلما أدى ذلك إلى زيادة حجم المعاملات و سرعة تنفيذها، وبالتالي تعبئة المدخرات و توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية. و عليه تساهم أسواق رأس المال التي تتسم بالكفاءة في رفع كفاءة المشروعات، بالشكل الذي من شأنه أن يساهم في تفعيل نشاط الاقتصاد.

كما أن قناعة المستثمرين – الذين يسعون إلى تعظيم ثروتهم – بعدم كفاءة سوق رأس المال، وفي إطار المنافسة الشديدة من أجل تحقيق أكبر العوائد الممكنة، ومن خلال السرعة في الحصول على المعلومات و تحليلها بشأن المنشآت الواعدة التي يتوقع ارتفاع أسعار أسهمها، فانه سيتم تحقيق كفاءة سوق رأس المال. وتتحقق كفاءة سوق رأس المال في عدة صيغ، الصيغة الضعيفة للكفاءة، الصيغة المتوسطة، والصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال.و لاختبار فرض الصيغة الضعيفة تستخدم عدة طرق، كسلسلة الارتباط، قواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة.

و لاختبار فرض الصيغة متوسطة القوة يمكن اعتماد أسلوب التحليل الأساسي من أجل دراسة أثر كل من الظروف الاقتصادية العامة، ظروف الصناعة، وظروف المنشأة على القيمة السوقية للورقة المالية.

أما في إطار الصيغة القوية فيتم اعتماد مجموعة من الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، كإستراتيجية الشراء و الاحتفاظ، استراتيجة صناديق المؤشرات. مع ذلك نجد من المستثمرين من لا يؤمن بكفاءة سوق رأس المال، ويعمد إلى إتباع استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق، و ذلك انطلاقا من قناعتهم بأن هناك عدد من المستثمرين الذين يتمتعون بقدرة على الحصول على المعلومات قبل غيرهم، وذلك نتيجة قربهم من مجلس الإدارة في المنشأة مثلا، أو لعلاقات شخصية، أو لأسباب أخرى، فيتمكنون بذلك من تحقيق عوائد تفوق ما حققه غيرهم من المستثمرين. وعليه فان عدم تماثل المعلومة يقلل من كفاءة السوق، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى البحث عن استراتيجيات تسمح لهم بالتقليل من مخاطر تقلب العائد، انطلاقا من القناعة بأن سعر السهم لا يعكس قيمته الحقيقة و لو لفترة من الزمن.

وفي إطار السوق الذي يتسم بعدم الكفاءة يمكن للمستثمر إتباع مجموعة من الاستراتيجيات النشطة، معتمدا في ذلك على مجموعة من الطرق التي تسمح له بتقييم الأوراق المالية، واستغلال الفرصة التي يكون فيها سعر الورقة المالية مختلف عن قيمته الحقيقة، ليتخذ بذلك القرار الاستثماري المناسب بيعا وشراءا.

لكن مع ذلك هناك اعتقاد سائد بأن حالة عدم التوازن في سوق رأس المال لن تدوم طويلا حيث يساهم تدخل المستثمرين – الذين يسعون إلى الاستفادة من الفروقات بين القيمة السوقية للورقة المالية و قيمتها الحقيقية – في إعادة التوازن إلى السوق لتتحقق بذلك الكفاءة، أين تكون القيمة السوقية للسهم تعكس قيمته الحقيقية.

ومن خلال ما تقدم فان هذه الدراسة تهدف إلى محاولة توضيح أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم، وحتى يتسنى لنا القيام بذلك فانه يمكن صياغة هذه الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

هل لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم ؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية :

- ما المقصود بكفاءة سوق رأس المال ؟

- ما هي الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة سوق رأس المال ؟ و هل من الممكن فعلا توفير جميع هذه الشروط ؟

- و إذا ما تحققت الكفاءة، ماهي درجة كفاءة سوق رأس المال ( صيغ الكفاءة) ؟

- ما هي القيمة السوقية للورقة المالية أو القيمة السوقية للسهم في ظل رأس مال كفء ؟

و للإجابة على هذه الأسئلة يمكن اعتماد الفرضيات التالية :

1- هناك تأثير واضح للسوق الكفء على القيمة السوقية للسهم.

2- تتغير القيمة السوقية للورقة المالية تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.

3- في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقة.

4- لا يكون سوق رأس المال في حالة توازن بشكل مستمر.

5- لا تتحقق الكفاءة لسوق رأس المال إلا بتوفر مجموعة من الشروط.

انطلاقا من ذلك سوف نعتمد المنهج الوصفي التحليلي، مقسمين بحثنا إلى أربعة فصول. حيث خصص الفصل الأول للتعرف على كفاءة سوق رأس المال، وذلك من خلال توضيح مفهوم سوق رأس المال، أقسامه المختلفة، تنظيم سوق رأس المال، مع إلقاء الضوء على تنظيم سوق رأس المال في الجزائر. ليخصص المبحث الأخير من هذا الفصل لتوضيح ماهية كفاءة سوق رأس المال، وذلك بتعريف كفاءة السوق، توضيح مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، بالإضافة إلى تبيان العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق رأس المال.

أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، حيث تناول المبحث الأول فرض الصيغة الضعيفة و التحليل الفني، في حين خصص المبحث الثاني لدراسة فرض الصيغة متوسطة القوة و التحليل الأساسي. أما المبحث الثالث فقد أبرز فرض الصيغة القوية و استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق. ليخصص المبحث الرابع لدراسة استراتيجيات الاستثمار التي لاتعترف بكفاءة السوق.

بينما تناول الفصل الثالث قيمة الورقة المالية، وبصورة خاصة قيمة السهم، حيث تم توضيح ماهية القيمة أو السعر في المبحث الأول، ليخصص المبحث الثاني للتعريف بمحددات القيمة السوقية للورقة المالية، و المبحث الثالث لدراسة طرق تقييم السندات، وكذا المبحث الرابع لتوضيح المداخل المختلفة في تقييم السهم.

أما الفصل الرابع فكان يهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية وذلك من خلال القيام بدراسة واختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، و دراسة سلوك الأسعار فيها. حيث تناول المبحث الأول من هذا الفصل قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق.

في حين خصص المبحث الثاني لاختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته الضعيفة و ذلك باستخدام طريقة الأنماط الطارئة. بينما تناول المبحث الثالث اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته المتوسطة، وذلك من خلال دراسة الارتباط بين مؤشر السوق و مجموعة من العوامل الاقتصادية الخارجية، من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في حالة تغير أحد هذه العوامل. ولقد غطت الدراسة التطبيقية ستة (06) أسواق رأس مال، و هي بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر. وقد تأكد من خلال الدراسة أن عملية المقارنة بين بورصة الجزائر و باقي الأسواق محل الدراسة تعد صعبة، نظرا للفروق الواضحة

بينها. حيث أن بورصة الجزائر مازالت غير واضحة المعالم، ومن الصعب في مرحلة كهذه الحديث عن سوق رأسمال حقيقي في الجزائر.

هذا وقد حددت فترة الدراسة بثمانية (08) سنوات، وكنا نأمل أن تكون فترة الدراسة أطول، غير أننا كنا محدودين بالمعلومات المتوفرة، حيث أن الحصول على جميع المعلومات، وخاصة تلك المتعلقة بالعوامل الاقتصادية الخارجية، وإسقاطها على ستة أسواق رأسمال جعلنا نحصر دراستنا في الفترة المحددة التي تشترك فيها جميع الأسواق محل الدراسة في المعلومات المتوفرة.

كما أننا عمدنا إلى دراسة و اختبار كفاءة أسواق رأس المال العربية بصورة خاصة، من أجل توضيح درجة التقدم الذي حققته هذه الدول للرفع من أداء أسواق رأسمالها، وزيادة كفاءتها، وهل وصلت إلى مستوى الدول المتقدمة بالنسبة لدرجة كفاءة أسواق رأسمالها.

هذا وان كانت الدول العربية قد حققت تقدما ملحوظا في تنظيم و متابعة أسواق رأسمالها، فإننا سنحاول اختبار و قياس مستوى الكفاءة في هذه الأسواق، لكي تكون قدوة للجزائر التي تكاد تنعدم فيها ثقافة الاستثمار و الادخار و ثقافة سوق رأس المال. فحتى الدول المتقدمة التي حققت الكفاءة لأسواقها، مازالت تعمل جاهدة على زيادة كفاءة أسواق رأس المال فيها حتى تصل إلى أعلى درجات الكفاءة.

# الفصل الأول

# كفاءة سوق رأس المال

## تمهيد

بالرغم من كون سوق رأس المال يعد مفهوما حديثا نوعا ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات ، إلا انه عرف تطورات هائلة سواء من حيث التنظيم ، الأنواع ، أو وسائل وآليات العمل ، أو من حيث القواعد والتشريعات التي يتم العمل بها داخل هذا السوق بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين لهذا النوع من الأسواق .

فإذا رجعنا إلى الجانب التاريخي ، فسنجد أن كل تطور ، أو كل تقدم عرفته أسواق رأس المال كان نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي والصناعي وحتى السياسي الذي عرفته الدول.

لقد أدت الحاجة الماسة لرؤوس الأموال اللازمة لإقامة المشاريع التنموية الضرورية لبناء اقتصاد قوي إلى البحث عن بديل آخر للتمويل إلى جانب البنوك " فعندما يحدث خلل وظيفي في المصارف، يكون بمقدور الشركات و الأهالي التحول نحو أسواق رأس المال كمصدر تمويل آخر هام" [ اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا، الأمم المتحدة ، 2005، ص51].

وهنا برزت أكثر أهمية أسواق رأس المال، نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة، وهذا من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية، وأصحاب الحاجة إلى هذه الأموال، هذا من جهة، ومن جهة ثانية، نتيجة لدورها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، بمعنى أنها تلعب كذلك دورا هاما في توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية .

بالإضافة إلى أنها أصبحت أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد ، فإذا كانت أسعار الأوراق المالية (مؤشرات أسعار الأسهم ) تتجه نحو الهبوط ، فهذا دليل على أن الاقتصاد يمكن أن يتعرض لحالة كساد وهو ما من شأنه أن يحفز السلطات على اتخاذ التدابير الاحترازية اللازمة لتفادي الوقوع في مثل هذا الوضع ، والعكس صحيح ، لهذا تسمى سوق الأوراق المالية بباروميتر الحياة الاقتصادية.

كما أن التطور التكنولوجي الكبير الذي عرفه العالم ، وخاصة على مستوي الاتصالات والمعلوماتية جعل العالم بأسره قرية صغيرة ، هذا التطور شمل كذلك أسواق رأس المال، مما أدى إلى ترابط وتكامل المعاملات بين مختلف أسواق رأس المال في أي منطقة من العالم.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل البحث في مفهوم سوق رأس المال ــالذي كان ولا يزال محل اهتمام العديد من الباحثين ــ من خلال تعريفه، وتبيان أهميته ووظائفه، أقسامه، والأدوات المالية المتداولة فيه، بالإضافة إلى تنظيمه.

كما سنتعرض بالدراسة من خلال هذا الفصل لماهية كفاءة سوق رأس المال، وذلك بتعريف كفاءة سوق رأس المال، وتبيان أنواع الكفاءة وشروط تحقيقها.

## المبحث الأول: مفهوم سوق رأس المال

من الصعب جدا إعطاء تعريف واحد ومحدد لسوق رأس المال، خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة إلى اختلاف وجهات النظر من باحث إلى أخر وان كان الاختلاف ليس حول جوهر سوق رأس المال فالأساس واحد، و إنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال.

### المطلب الأول: تعريف سوق رأس المال

سوق رأس هذا المصطلح الذي عرف انتشارا واسعا، خاصة لدى المختصين و رجال الأعمال ، وكبار المستثمرين ، وبصورة أساسية في الدول المتقدمة ، إلا انه ظل حبيس الكتب والمقالات في الدول النامية ، هذا وان كان لهذه الدول أسواق إلا أنها لم ترقى لمصاف أسواق رأس المال في الدول المتقدمة

إلا انه يعتقد أن هذا أمر طبيعي لأنه ليس من السهل إنشاء أسواق مالية في دول أقل ما يمكن أن يقال عنها هو أنها تمر بمرحلة انتقالية.

فحتى أسواق رأس المال في الدول المتقدمة لم تظهر هكذا بالشكل الذي هي عليه اليوم و إنما مرت بمراحل عديدة عرفت خلالها تطورات كثيرة ، وطيلة مراحل وجودها وتطورها اتضح جليا أنها أداة هامة لتمويل الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية.

انطلاقا من ذلك سنحاول عرض مختلف وجهات النظر التي اهتمت بهذا الموضوع. حيث هناك من يرى أن السوق المالي هو سوق "رؤوس الأموال طويلة الأجل" الذي يمثل مجموع العروض والطلبات على رؤوس الأموال ، من أجل الاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات ، ومن أجل التوظيفات طويلة الأجل [Depallens , 1983,p 321]

وأن أسواق رأس المال تسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين الذين لديهم فائض في الأموال، و المتعاملين الذين يكونون بحاجة إلى التمويل.

[http://www.Vernimmen.net/html/glossaire/gl_m.html ,26-03-2006]

ويتم فيها تداول رؤوس الأموال طويلة ومتوسطة الأجل. و العناصر الأساسية فيها بنوك الاستثمار وشركات التأمين و صناديق التقاعد [أبو عمر، 2003، ص18].

كما يرى البعض أن البورصة هي مكان يجتمع فيه البائعون، والمشترون للأوراق المالية، أو الحاصلات الزراعية، أو السلع الصناعية كما يسمى اجتماع المتعاملين في إحدى السلع السابقة في مكان معين أيضا "بورصة" [عمر،1976 ، ص7 ].

لذلك هي في تعريف المختصين العمود الفقري لأي استثمار ، بل هي دورة الدم المتجددة و اللازمة لضمان استمرار الحياة في أي سوق [ الحناوي و الصحن،1999، ص364].

حيث تقوم الأسواق المنظمة (البورصات ) بتوفير المواقع والتسهيلات للقيام بالتداول من خلال قواعد و إجراءات واضحة [ الحناوي، 1976، ص43 ]. وعليه يمكن اعتبار أسواق رأس المال كنظام صناعي لجمع، تحويل وتخصيص الموارد المالية [Jacquillat , Bruno Solnik 1997, P 5]

انطلاقا من كل ذلك يمكن القول أن سوق رأس المال هو سوق، لكنه سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة، وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة، وفق نظام معين يحكمها وينظم عمله.

وإذا كان سوق رأس المال يعد في غالبه سوقا منظمة فانه يتشابه مع السوق في كونه مكان لالتقاء العرض و الطلب ، إلا أنه يختلف عنه في عدة نقاط ، أهمها أن سوق رأس المال يخضع لقواعد وقوانين خاصة تحكم المعاملات داخله ،بالإضافة إلى كون المنتجات المتداولة داخل سوق رأس المال ، هي منتجات ذات طبيعة خاصة ، و نقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل هذا إذا تكلمنا عن السوق المنظمة .

إن ظهور سوق رأس المال تزامن مع زيادة المعاملات التجارية و عقد الصفقات و إتمام المبادلات.و بما أن رأس المال يعد ممول الحياة الاقتصادية فان توفير هذا المال في الوقت المناسب، يتطلب توفير تنظيم معين.

لذلك ظهرت أسواق رأس المال التي ساهمت في توفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة، من خلال الجمع بين طالبي الأموال وعارضيها. في إطار قواعد وقوانين معينة تحكم هذه المعاملات.حيث تعتبر القناة التي عن طريقها يتم تدفق الأموال من الوحدات التي لديها وفرة في النقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز بالسيولة، أي أن السوق عبارة عن وسيط بين العرض و الطلب على الأموال [ علي ناجي، 2005، ص33].

كذلك نلاحظ أن مفهوم سوق رأس المال مقترن بالاقتصاديات القوية، أو بعبارة أخرى نجد أن الدول القوية ذات الاقتصاديات المتطورة، تتميز بتطور نظام أسواق رأس المال فيها، من خلال زيادة حجم ونوع المعاملات في هذه الأسواق و بالتالي زيادة كفاءتها.

و حتى الدول التي سميت بالدول النامية ، وفي ظل التغيرات والتحولات الاقتصادية و السياسية العالمية ، وفي ظل مفاهيم العولمة و اقتصاد السوق ، أنشأت هي الأخرى أسواق مالية، إلا أنها تتميز بصغر حجم المعاملات فيها مقارنة بأسواق رأس المال في الدول المتقدمة .

الأهم من كل هذا أن زيادة الدور الاقتصادي لأسواق رأس المال أدى إلى ظهورها في كثير من دول العالم، و بذلك أصبحت أسواق رأس المال ضرورة حتمية لمختلف الاقتصاديات.

## المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال

إن سوق رأس المال باعتباره مكان يجمع بين عارضي الأموال و الوحدات التي تكون بحاجة لهذه الأموال، يساهم في تعبئة المدخرات و تشجيع الاستثمار ، و تحقيق التنمية الاقتصادية و غيرها ومن هنا يمكن القول أن وجود سوق لرأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها :

### 1- المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني

تساعد أسواق رأس المال عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو المنشآت في تمويل مشاريع التنمية الوطنية التي تكون بحاجة لهذه الأموال وذلك من خلال طرح الأسهم أو السندات للاكتتاب و الاستفادة من مدخرات الأفراد بتحويلها إلى استثمارات . وبذلك يتمكن المتعاملون المكتتبون في الأوراق المالية من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم

تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة لا يمكن الحصول عليها بسهولة من مصادر أخرى.

وعليه وبتعبير أدق فان مهمة بورصات القيم هي ضمان تمويل الاقتصاد عن طريق اللجوء العلني للادخار ، بتنظيم تبادل سندات الملكية (الأسهم) ، وسندات الاقتراض طويل الأجل (سندات). هي بذلك تشكل وسيلة أساسية لتمويل الاقتصاد الوطني إلى جانب القروض المصرفية[Lamy, Paris,1995,p7] . كما أن سوق البورصة – أين يتم تبادل الأسهم والسندات – اعتبرت لوقت طويل كنظام بارع ( ingénieux) و مثالي، يسمح بتعبئة مدخرات الأفراد ولو كانت بسيطة (متواضعة)، وتوجيهها نحو مؤسسات مهمة، قادرة على تحقيق استثمارات منتجة بهذه الأموال، ومن ثم تشجيع أو دعم التنمية الاقتصادية. [http:agora.qc/encyclopédie/index.nsf/impression/Marche_financie]

فعلى سبيل المثال أظهرت التجربة المصرفية أن أسواق الأوراق المالية تؤثر على النشاط الاقتصادي و ذلك من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للاستثمار و التنمية. ففي العادة تحتاج الاستثمارات المربحة إلى رؤوس أموال طويلة الأجل. بينما يميل المستثمرون إلى التمويل قصير الأجل.

لذا فان السيولة التي توفرها هذه السوق تؤدي إلى تخفيض مخاطر السوق المختلفة التي من الممكن التعرض لها للحد الذي يجعل سوق رأس المال أكثر جاذبية للمستثمرين [عامر، 2000، ص 9].

## 2- تشجيع الاستثمار

يستطيع المستثمر الحصول على كم معتبر من البيانات والمعلومات حول المنشآت التي يرغب في الاكتتاب في أوراقها المالية، هاته المعلومات التي تتعلق بالمنشأة و حجمها، مركزها المالي ، حجم التعامل على أوراقها المالية، تطور أسعار أوراقها المالية...الخ. وهي البيانات التي يوفرها نظام البورصة، والتي تمكن المتعاملين فيه من اتخاذ القرارات المناسبة، وهي بذلك تشجع على الاستثمار.

بمعنى أن سوق الأوراق المالية يعمل على توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة [ الجمل،2002 ص 39] ،لأنها تقلل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر بسبب عدم درايته بظروف المنشأة التي يرغب في الاكتتاب في أوراقها المالية.

كما أن تغير أسعار الفائدة واختلافها بين البنوك والبورصة سوف يؤدي إلى توجيه الاستثمار حسب معدلات الفائدة السائدة حيث يتبع الاستثمار معدلات الفائدة المرتفعة.

وتحقق عملية البيع لصغار المدخرين و المستثمرين العديد من المزايا من أهمها تحقيق الحافز الشعبي على المشاركة في العمليات الاستثمارية و تشجيع الأفراد على الاستثمار و زيادة مدخراتهم في الوقت ذاته

[أبو سعده، ص2، http://kku.edu.sa/conferences/SSEFP/researches. 04/11/2008]

## 3- توفير السيولة

تلعب بورصة القيم دور أساسي في تعبئة ادخار الخواص من طرف المؤسسات قصد ضمان تمويل ملائم لنموها [Boukrami, 1992, p9].

يتضح من ذلك أن البورصة تلعب دورا هاما في تمويل مختلف الاستثمارات من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات ، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية [جودة، 2000، ص37].

بمعنى أن سوق الأوراق المالية يساهم بشكل واضح في توفير السيولة للمنشآت المصدرة للأوراق المالية من جهة، إذ تقوم بتمويل استثماراتها، ومن ثم ضمان استمرار المنشاة و نموها.

كما توفر السيولة للمستثمرين من جهة ثانية، إذ يمكنهم تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة في أي وقت يرغبون فيه بذلك عن طريق عرض أوراقهم المالية للبيع، وهو ما يحفزهم على الاستثمار في شراء الأوراق المالية، لثقتهم في إمكانية استرجاع أموالهم في أي وقت وذلك خلافا للبديل الثاني و المتمثل في استثمار أموالهم عن طريق ودائع بنكية و التي تتطلب وقت معين من أجل تحويلها إلى سيولة.

## 4- الوقاية من تقلبات الأسعار

تلعب كذلك سوق رأس المال دورا مهما في تسيير الخطر من طرف المتعاملين الاقتصاديين بما توفره من أدوات مالية متعددة تساعد المستثمر من تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها.

أي أن المتعامل في البورصة الذي يرغب في التأمين من هبوط الأسعار لسلعة معينة فانه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلا، أو يتعاقد عليها، أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل كما هو الحال بالنسبة للمزارع ، فإذا وجد المزارع في وقت من الأوقات أن الأسعار السائدة في السوق مربحة أي تغطي تكاليفه وتحقق له ربحا معقولا ، ويخشى إذا انتظر وقت الحصاد أن ينخفض السعر فانه يقوم ببيع كمية من القطن مثلا في البورصة تعادل الكمية التي ينتظر أن يحصل عليها أثناء الموسم وذلك بالسعر السائد وقت البيع ، على أن يتم التسليم وقت الموسم ، وعند حلول الوقت يم التسليم ، فإذا هبط السعر فبواسطة عملية التغطية يكون قد تلافى الخسارة من هبوط الأسعار [ شمعون شمعون، د س ، ص13 - 14].

## 5 – تحقيق أسعار عادلة

إن نظام عمل سوق رأس المال يؤدي إلى تحقيق أسعار عادلة وهذا من خلال قانون العرض والطلب إذ أن التقاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن ، وككل أسعار السوق ،

فان ذلك الخاص بسوق رؤوس الأموال ينتج عن تغيرات العرض والطلب ، فإذا كان العرض وفير ، يتجه السعر نحو الانخفاض ، أما إذا زاد الطلب فسيرتفع السعر [Simon, 1967,p 56].

فتوقع ارتفاع سعر سلعة معينة في المستقبل سيؤدي إلى زيادة الطلب على هذه السلعة في الوقت الحاضر ، وبالتالي زيادة أسعارها ، ثم عندما يحين وقت جني المحصول مثلا ، و يتم عرض هذه السلعة ، ونتيجة لزيادة العرض تنخفض الأسعار وبالتالي يتحقق التوازن ، كما تتوازن أسعار السلعة بين مكان وآخر بالبيع في المكان الذي يكون فيه السعر مرتفعا والشراء من المكان الذي يكون فيه السعر منخفضا- وذلك لتحقيق الربح من الفرق بين السعرين – فيهبط السعر في المكان الأول لكثرة العرض ، ويرتفع في المكان الثاني لكثرة الطلب ، وبذلك تتحقق الموازنة بين الأسعار[ الجزيري ، رسلان، 1975، ص 406].

كذلك فان سعر التوازن الذي يتحقق من خلال عقد الصفقات، وإتمام المبادلات يتم تسجيله على لائحة الأسعار بالبورصة ، ويتم نشره بالمجلات الخاصة ، أو عرضه في النشرات الاقتصادية ، وهو الأمر الذي سيمكن المهتمين بالمنشأة من تتبع تطور أسعارها ، هذا من جهة ، ومن جهة ثانية ، فان ذلك سوف يشجع المنشآت على تحسين أدائها وزيادة فعاليتها وكفاءتها حتى ترفع من أسعار أوراقها المالية.

## 6 – قياس أو تقدير قيمة الأصول

بالإعلان في كل جلسة بورصة عن سعر ورقة مالية معينة، يعتبر السوق المالي وسيلة- لا يمكن استبدالها- لتقدير أو تحديد قيمة المؤسسات عند بلوغها مستوى معين[Henry, 1999, p14] .

بمعنى أنه يمكن الاعتماد على المعلومات التي توفرها أسواق رأس المال ، لما تمتاز به هذه البيانات من كونها منتظمة ، أي يتم نشرها بصورة منتظمة، كما أنها متاحة للعامة إذ تكون ذات انتشار واسع، ومن ثم يستطيع المستثمر المهتم بأسواق رأس المال إعداد تقديرات لما ستكون عليه قيمة المنشأة ،

آخذا بعين الاعتبار كذلك الظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الوطنية وحتى الدولية، وهذا إلى جانب تقنيات أخرى لاتخاذ القرارات المناسبة.

من خلال وظائف سوق رأس المال يمكننا القول أن لهذه الأسواق أهمية بالغة لا يمكن تجاهلها ،فهي تستمد أهميتها من الوظائف التي تؤديها . هذه الأهمية التي ازدادت يوميا مع ازدياد حجم المعاملات، هذه الأخيرة التي ساعد على نموها التطورات التي عرفتها الساحة السياسية و الاقتصادية الدولية، وما صاحبها من تطورات على المستوى التكنولوجي، وخاصة فيما يتعلق بمجال الاتصال والمعلوماتية.

على العموم يمكن تلخيص كل ما سبق في مجموعة من النقاط التي تبين أهمية أسواق رأس المال:

1 – تمويل خطط التنمية الاقتصادية. لما كانت عمليات التنمية تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتاح للدولة، فتقوم الدولة في هذه الحالة بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

2 – عدم قدرة المصارف التجارية على التمويل المتوسط و الطويل الأجل لأسباب عديدة منها مشاكل التضخم و مشاكل المخاطرة التي قد تتعرض له هذه البنوك، و خاصة عند منحها للقروض المتوسطة والطويلة.

3 – تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

4 – كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، مما ينجم عن ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية ، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

5 – أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة، وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار، أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

6 – أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية ، تمكن حامليها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسارة أو عناء. [الهيتي ،1998، ص 18، 19].

من خلال كل ما سبق يمكن أن نستنتج أن أسواق رأس المال ضرورة حتمية لمختلف المجتمعات تتطلبها المعاملات الاقتصادية ، لما لها من دور في تمويل و تفعيل مختلف الأنشطة الاقتصادية. إلا أنها ومن أجل القيام بوظائفها، فإنها تستعمل مجموعة من الوسائل والأدوات، وهو الأمر الذي سنحاول توضيحه من خلال ما سيأتي.

## المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعد الأوراق المالية أو الأسهم و السندات محرك أسواق رأس المال، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق ولكل نوع من هذه الأوراق عدة أقسام وتصنيفات، منها:

### 1- الأسهم

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية وقيمة تصفوية. وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية- التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. و تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رؤوس الأموال وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة

الاسمية أو القيمة الدفترية [هندي، 1999، ص 8] ،أو مساوية لواحدة منها. وأخيرا القيمة التصفوية و التي تتمثل في قسمة صافي التصفية ، بعد تسديد كل المستحقات و الديون على عدد الأسهم العادية المصدرة. وبذلك يعطي السهم لحامله الحق في ملكية حصة من رأسمال المنشأة بمقدار قيمة السهم كما يكون لحامل السهم الحق في التخلص من السهم ببيعه و التنازل عنه ، كذلك يعطيه الحق في التصويت في جمعيات المساهمين، والحق في الأرباح، والحق في الإعلام .

[http://www.tresor.gov.ci/investir/bourse_lexique.htm]

بالإضافة إلى ذلك يكون له حق الأولوية في الاكتتاب في حالة إصدار أسهم جديدة ، وعندما يقرر حامل السهم التنازل عن السهم أو بيعه ، هنا يصبح الحامل الجديد للسهم يتمتع بامتيازات الحامل القديم للسهم ، وتصبح المنشأة مدينة للمساهم الجديد.

## 1-2- أنواع الأسهم

يتم تصنيف الأسهم اعتمادا على عدة معايير منها:

### 1-2-1- من حيث الشكل

ينقسم السهم حسب هذا المعيار إلى:

#### أ- السهم الاسمي

اسم صاحب السهم يكون مثبت على الشهادة، ويسجل بسجلات الشركة، وانتقال الملكية يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة [البكري، الصافي، 2002، ص123].

وعليه فان السهم الاسمي هو السهم الذي يدون عليه اسم صاحبه، بالإضافة إلى مجموعة من البيانات

والمعلومات الشخصية الخاصة بصاحب السهم، زيادة على معلومات عن تاريخ التنازل عن السهم، وقيمته الاسمية، وهي كلها بيانات تسجل في سجلات المنشأة و تحتفظ بها.

**ب - السهم لحامله**

هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه، و بالتالي يتم التنازل عنه وتداوله من يد لأخرى مباشرة وعلى هذا الأساس فان المنشأة تكون مدينة لآخر شخص يحمل هذا السهم.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأسهم هو عدم إظهار اسم صاحبه، وهو الأمر الذي يمكنه من التستر على ثروته وبالتالي إمكانية التهرب من الضرائب ، غير أنه في حالة ضياع هذا السهم أو سرقته فليس هناك ما يضمن حقه إذ يصبح هذا السهم ملك لحامله الجديد.

**ج- السهم لأمر**

للشركة أن تصدر أسهما لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم [شمعون شمعون، د س،ص23 ].

**1-2-2- من حيث الحقوق الممنوحة**

تقسم الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحب السهم إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة

## أ- الأسهم العادية

وتأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم الممتازة من حيث الحقوق التي يتم التمتع بها، وتعتبر الأسهم العادية أكثر الأوراق المالية التي تطرحها المنشأة للاكتتاب، ذلك لأنها لا تحملها أعباء ثابتة كما هو الحال بالنسبة للسندات أو الأسهم الممتازة ''...و يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية :

- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى لنصيبهم ( الدائنون وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة ) وفي حالة تحقيق أرباح وقرار الشركة توزيع هذه الأرباح أو جزء منها.
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية بعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى.
- حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة و القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وأي وقائع أخرى.
- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة.
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة" [ حماد،2000 ، ص22 ] .

## ب – الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة دفترية، وقيمة اسمية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي،و لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية ، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا ، أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها ، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ، أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها، عندئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي عام مقبل ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات السابقة . ومع ذلك قد تنص

بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن الأعوام التي تحقق فيها أرباح [ الهيتي ،1998، ص56 ].

## ب- 1 – الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية

هناك بعض الحالات التي تعطي فيها المنشأة حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية وهذا من خلال الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

## ب – 2- الأسهم مجمعة الأرباح

هي الأسهم الممتازة التي يتم تجميع الأرباح غير الموزعة عليها عن سنة سابقة ، لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة ، وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات وهي بذلك تختلف عن الأسهم غير مجمعة الأرباح ، وهي الأسهم التي في إطارها يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات نتيجة لعدم كفاية الأرباح .

## ب – 3 – الأسهم القابلة للاستدعاء

يمكن للمنشأة أن تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الاسمية، وهذا طبقا لما يتضمنه عقد التأسيس.

## ب – 4 – أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح

في إطار الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح ، يتم تحديد حد أدنى للأرباح التي تحققها المنشأة ، وانطلاقا من هذا الحد يتم احتساب نسبة معينة من الأرباح لكل زيادة عن الحد الأدنى لصالح أصحاب

هذه الأسهم ، في حين أن أصحاب الأسهم غير المشاركة لا يحصلون إلا على النسبة الثابتة من الأرباح الموزعة والمنصوص عليها في عقد المنشأة مهما كان حجم الأرباح المحققة.

إضافة إلى كل ما سبق تمتاز الأسهم الممتازة بارتفاع تكلفتها مقارنة بالأسهم العادية و السندات ، ذلك لأن التوزيعات التي تقوم بها المنشأة لا تستفيد من خصم ضريبي كما هو الحال بالنسبة لفوائد السندات التي تحقق وفرات ضريبية ، كما أن أصحاب الأسهم الممتازة وخوفا على مراكزهم المالية يطالبون بعوائد أكبر ، وذلك من أجل الاحتماء من المخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة ، كمخاطر الإفلاس، ففي هذه الحالة لا يتحصل أصحاب الأسهم الممتازة على حقوقهم إلا بعد أن يستوفي الدائنون حقوقهم .

## ب – 5– الأسهم الممتازة التي لها حق التصويب

يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة – الأسهم الممتازة عموما لا تعطي هذا الحق – وذلك كنوع من التعويض. إذا انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين [ الحناوي و آخرون ،2004 ، ص 20].

## 1 -2 -3- حسب نوع الحصة المدفوعة

### أ- السهم النقدي

هو السهم الذي يتم الوفاء بقيمته نقدا .

### ب – السهم العيني

هو السهم الذي يعطي لصاحبه الحق في حصة عينية، كالعقارات والأراضي..الخ، ويتم استلام هذه الأسهم بعد الحصول على الحصص المقابلة لها والمقدمة من طرف المنشأة المصدرة للسهم. وهي أسهم عادة ما تكون عند تأسيس الشركة.

## 1- 2- 4 – الاتجاهات الحديثة في شأن الأسهم العادية

إلى جانب هذه الأنواع المختلفة من الأسهم هناك أنواع أخرى جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة وهي:

### أ – الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين [ حنفي ، قرياقص ،2000 ،ص 247 ].

### ب- الأسهم العادية المضمونة

هي الأسهم التي يحصل صاحبها على تعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين يتم الاتفاق عليه مسبقا ولفترة زمنية محددة.

بهذا الشكل فان حامل الأسهم العادية المضمونة سيتمكن من تحقيق أرباح رأسمالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم ،في حين أن الخسائر ستكون محدودة ويتم تعويض المستثمر إما بمنحه أسهم عادية إضافية ، أو أسهم ممتازة أو أن يتم التعويض نقدا ، أو بأوراق مالية أو تجارية.

### ج- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة

الأمر العادي والطبيعي أن لا تخصم توزيعات الأسهم العادية قبل حساب الضريبة، لكن وفي منتصف الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة **employee stock ownership plan(esop)** بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم– من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها [هندي،1995 ، ص39 ].

## 2- السندات

### 2-1- تعريف السندات

يعتبر السند صك مديونية أو صك قرض إذ بموجبه تنشأ علاقة بين طرفين أحدهما دائن هو المكتتب أو المستثمر ، و الآخر مدين وهو المصدر الذي يكون بحاجة لهذا القرض، وعليه فانه وانطلاقا من هذا السند يكون ملزما (أي المصدر) أمام الدائن( المكتتب) بدفع فوائد ثابتة مهما كانت نتيجة المنشأة ربح أو

خسارة ، كما يلتزم كذلك المصدر بتسديد قيمة القرض عندما يحين أجل استحقاقه والذي يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد، أو قد يتم تسديده قبل تاريخ الاستحقاق وذلك حسب الاتفاق .

بالإضافة إلى ذلك قد يتضمن الاتفاق إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم تحت شروط معينة ، إلى غير ذلك من الشروط التي يمكن أن يتضمنها الاتفاق ، وفي المقابل لا يحق للدائن (المقرض) المشاركة في إدارة الشركة ، كما لا يحق له حضور الجمعية العامة أو التصويت فيها.

زيادة على ذلك فانه في حالة إفلاس المنشأة تكون الأولوية لأصحاب السندات في الحصول على حقوقهم مقارنة بأصحاب الأسهم الممتازة والأسهم العادية ، أضف إلى ذلك أنه يمكن لصاحب السند أن يحصل على نصيب من الأرباح إلى جانب الفوائد الثابتة وذلك حسب الاتفاق ، كذلك فانه يمكن إصدار سندات مضمونة بأصول معينة.

## 2-2- أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع بإتباع المعايير التالية:

### 2- 2- 1- حسب نوع الإصدار

#### أ- إصدار السند بالقيمة الاسمية

وهي السندات التي تصدرها المنشأة بقيمة اسمية معينة مدونة على السند، وهي القيمة التي تتعهد المنشأة بتسديدها للدائن عندما يحين أجل الاستحقاق.

### ب - الإصدار بعلاوة أو بخصم

تصدر السندات إما بعلاوة إصدار أي بأعلى من القيمة الاسمية ، أوبخصم أي أقل من القيمة الاسمية للسند ، وفي كلتا الحالتين يستلم المستثمر القيمة الاسمية للسند بتاريخ الاستحقاق ، ولكنه في الحالة الأولى يحقق خسارة رأسمالية بينما يحقق ربحا رأسماليا في الحالة الثانية [ الهيتي ، 1998 ، ص65، 66].

### ج- إصدار بخصم الفوائد مقدما

تصدر مثل هذه السندات بخصم الفوائد مقدما ، حيث يدفع المستثمر قيمة السند الاسمية ناقصا الفوائد التي ستترتب على السند طيلة حياته [ الهيتي،1998 ، ص 66] على أن يستلم القيمة الاسمية المدونة على السند في تاريخ الاستحقاق.

### 2 -2- 2 - حسب جهة الإصدار

حسب هذا المعيار نجد السندات الحكومية التي تصدرها منشآت الدولة، أو السندات التي تصدرها المنشآت الخاصة، أو تلك التي تصدرها المنظمات الدولية.

### 2- 2-3- حسب العملة التي تحرر بها السندات

- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة
- سندات يتم تحريرها بعملات أجنبية بالنسبة للجهة المصدرة.

### 2-2-4- من حيث طول أجلها (حسب أجل الاستحقاق)

- سندات قصيرة الأجل، وهي السندات التي لا يتعدى اجل استحقاقها سنة، ويتم التعامل بها في أسواق النقد.

- سندات متوسطة الأجل، وهي السندات التي يزيد أجل استحقاقها عن السنة، ولا يتعدى سبع (07) سنوات.
- سندات طويلة الأجل، وهي السندات التي يزيد أجل استحقاقها عن سبع سنوات، ويتعدى ذلك بكثير.
- سندات مؤبدة.

أما فيما يخص معدل الفائدة ، فهو في علاقة طردية مع زيادة أجل الاستحقاق بمعنى أنه كلما زاد أجل الاستحقاق كلما زاد معدل الفائدة ، وعلى هذا الأساس يزيد معدل الفائدة في السندات طويلة الأجل عن ذلك الخاص بالسندات متوسطة الأجل هذه الأخيرة التي يكون فيها معدل الفائدة أكبر من معدل فائدة السندات قصيرة الأجل.

## 2-2-5- حسب طريقة السداد

حسب هذا المعيار تقسم السندات إلى:

1- السندات التي يمكن تسديدها قبل تاريخ استحقاقها ، بمعنى أنه مكن لمصدر هذه السندات أن يستدعي السندات قبل تاريخ استحقاقها ، عن طريق الاختيار العشوائي أو القرعة، مع منح مكافآت لحملتها ، أو بشراء هذه السندات من السوق المالي مباشرة.

2- هناك نوع آخر من السندات غير قابلة للاستدعاء والاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها لذلك تعمل الجهة المصدرة على تسديد قيمة هذه السندات بتاريخ استحقاقها.

## 2-2-6- حسب إمكانية التداول

حسب معيار التداول نفرق بين نوعين من السندات:

1- سندات قابلة للتداول ، أي سندات سوقية.

2- سندات غير قابلة للتداول ، أي سندات غير سوقية.

## 2-2-7- حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة

1- سندات ذات أسعار الفائدة الثابتة.

2- سندات ذات أسعار الفائدة المتغيرة.

## 2-2-8 – حسب الحقوق التي يتمتع بها المالكين

### أ- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم بموجب عقد ينص على ذلك، إذ يمكن للمكتتب في السندات أن يطلب تحويل سنداته إلى أسهم إذا ما وجد أن الأرباح الموزعة على المساهمين أكبر من الفائدة التي يحصل عليها.

### ب- السندات المرتبطة بالذهب

هي السندات التي تعتمد قيمتها وقيمة فوائدها إلى حد كبير على التغيرات في أسعار الذهب، إذ كلما ارتفعت أسعار الذهب كلما زادت قيمة الفوائد وقيمة السندات التي تلتزم المنشأة بتسديدها.

### ج- سندات المشاركة في الأرباح

في هذا النوع من السندات وخلافا للأنواع الأخرى، يتقرر منح أصحاب هذه السندات نصيب من الزيادة في الأرباح حسب ما ينص عليه عقد التأسيس.

**د- السندات ذات المعيار النقدي**

في هذا النوع من السندات تتغير قيمة السند عندما يحين أجل استحقاقه وكذلك الفوائد المرتبطة به، حيث لا تبقى ثابتة بل تتغير بتغير القوة الشرائية للنقود.

**و- السندات ذات المعيار الاقتصادي**

هي السندات التي تتغير فيها الفوائد السنوية، وكذلك قيمة السند عندما يدفع لأصحابه تبعا لعدة معايير. أما كيفية إجراء هذا التعديل فتتحدد استنادا إلى معايير (أرقام قياسية) متفق عليها مسبقا، من أهمها: معدل الإنتاجية في الشركة المصدرة، أو متوسط أسعار منتجاتها، أو غيرها... فإذا كان معدل الفائدة الاسمي هو (6%) و ارتفع متوسط أسعار منتجات الشركة بنسبة (% 50) ،فان سعر الفائدة الفعلي يصبح (% 9) [ عطون ،1993،ص 71 ،72].

**ي-حسب نوع وطريقة الضمان**

تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

أ- سندات مضمونة بأصول معينة، كأن ترهن المنشأة بعض أصولها، مثل المباني، الأراضي...الخ.وكمثال عن هذا النوع من السندات نجد السندات العقارية. حيث أن إصدار السندات العقارية يتميز عن غيره من السندات بأنه مضمون بأحد عقارات الشركة. أما في حالة تصفية أو إفلاس الشركة فان حاملي السندات العقارية يمتلكون العقارات الضامنة للسند و يحق لهم بيعها و تحصيل قيم دينهم بالكامل، وفي حالة الزيادة يعاد الفائض إلى الشركة أما في حالة العجز فيتحول مالك أو صاحب السندات بالجزء غير المغطى من بيع العقارات إلى فئة السندات العادية لتحصيل ما تبقى له من سندات. [ جمال ، 1998، ص15].

ب- سندات غير مضمونة بأصول معينة.

## 2-2- 9- الاتجاهات الحديثة في شأن السندات

إلى جانب الأنواع السابقة للسندات، ظهرت أنواع جديدة لها ميزات تختلف عن سابقتها، ومن هذه السندات نجد

### أ- السندات التي لا تحمل كوبون

يقصد بكوبون السند العائد أو الإيراد السنوي الذي يحصل عليه صاحب السند (الكوبون= القيمة الاسميةx معدل الفائدة). وعليه في هذا النوع تطرح السندات بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية للسند عند تاريخ استحقاقه.

بمعنى أنه في هذا النوع من السندات لا يحصل صاحب السند على كوبون.

### ب - السندات ذات الدخل

هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة الشركة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباح [ الحناوي، عبد السلام، 1998،ص49].

### ج- السندات الرديئة (منخفضة الجودة)

يتم طرح هذا النوع من السندات للحصول على الأموال واستخدامها في شراء أسهم المنشأة المتداولة في السوق من طرف أعضاء مجلس الإدارة لزيادة حصتهم في رأسمال الشركة، وعادة ما ينجم عن ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة،بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بالمخاطر، وهو ما يستدعي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعا كي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر[Brigman,E.& Gapenski, 1987, pp 422,423] .

مما سبق يتضح أن هناك اختلاف وتعدد كبير في أنواع الأوراق المالية، فلكل ورقة مالية ميزاتها وخصائصها، ولكل مستثمر الحرية في الاختيار بين هذه الأدوات المالية أخذا بعين الاعتبار عنصري العائد و المخاطرة.

إن وجود الأصول المالية( الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها)، ضرورة حتمية لكل سوق مالي، بمعنى أنه بدون أصول مالية لا يمكن أن يكون للأسواق المالية معنى،كما أنه بدون أسواق مالية لايمكن تداول الأصول المالية التي تسمح بانتقال الثروة من شخص لآخر.

يجب أن نشير كذلك إلى أن هذا التعدد لم يشمل فقط الأدوات المالية ( الأوراق المالية) وإنما تعداه كذلك إلى أسواق رأس المال، حيث نجد أن هناك عدة تصنيفات لأسواق رأس المال.

## المبحث الثاني: أقسام أسواق رأس المال

تتعدد أسواق رأس المال وتختلف من مجتمع لآخر تبعا للتطور الاقتصادي، الاجتماعي، الفكري والقانوني إذ تعتبر أسواق رأس المال-إن صح العبير-مرآة عاكسة لوضعية المجتمعات، ومقياس دقيق للحياة الاقتصادية، وبالتالي فهي أداة لقياس كفاءة وفعالية ونشاط الاقتصاد، لذلك نلاحظ تعدد أسواق رأس المال وتنوعها في الدول المتقدمة التي تتمتع باقتصاديات قوية والعكس صحيح في الدول النامية و المتخلفة.

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أقسام تبعا للمعيار المعتمد و الذي ممكن أن يكون معيار الزمن، المعيار الجغرافي، معيار نوع السلعة المتداولة...الخ.

وعليه وأخذا بعين الاعتبار معيار الزمن يمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى أسواق عاجلة و أسواق آجلة،علما أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها إلى عدة أقسام، هي السوق الأول، السوق الثاني بنوعيه المنظم وغير المنظم، هذا الأخير الذي ينقسم بدوره إلى السوق الثالث والسوق الرابع.

## المطلب الأول: الأسواق العاجلة

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل(أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها [ حنفي، قرياقص ،2000، ص237 ].

وعليه فان الأسواق الحاضرة أو كما تسمى أحيانا الأسواق العاجلة هي أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل، إذ في هذه الأسواق يتم عقد الصفقات وإبرامها، كما يتم تنفيذها، حيث يتم تسليم واستلام ماتم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة. وتنقسم الأسواق العاجلة إلى السوق الأول، السوق الثاني، السوق الثالث والسوق الرابع.

### 1- السوق الأول

هو سوق مخصص للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية

.[http://www.Intracen.org/tfs/docs/glossary/af.htm]

و هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين المصدر للورقة المالية و بين المكتتب الأول فيها. وبهذا، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل. أي أن الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تكون أوراق جديدة ومحلها استثمارات جديدة (مشروعات تحت التأسيس) [ يونس و آخرون ، 2004، ص 82].

إذن السوق الأول هو السوق الذي تطرح فيه لأول مرة للجمهور أوراق مالية جديدة، ويكون ذلك عن طريق مؤسسات متخصصة (بنوك استثمار)*، التي تلعب دور الوساطة بين المصدر والمكتتب، إذ تسهل عملية الإصدار على الجهة المصدرة، حيث أنها تتكفل بتقديم كل النصائح الخاصة بعملية الإصدار، كما تهتم بالقيام بكل الإجراءات المرتبطة بعملية الإصدار. إضافة إلى ذلك تتعهد هذه المؤسسات المتخصصة بتصريف كل الإصدار أو على الأقل تصريف جزء منه، لتأتي بعد ذلك لآخر مرحلة، وهي مرحلة التنفيذ، حيث يتم فعلا تصريف الإصدار الذي سيطرح للتداول بين الجمهور، غير أن عملية التداول هذه تتم في السوق الثاني.

## 2-السوق الثاني

هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأول وهي التي تتعامل بالأوراق المالية حال بيعها من قبل الجهة التي أصدرتها. وهذه أسواق مهمة باعتبار أن المستثمرين لن يشتروا إصدارات مالية جديدة من السوق الأولية إلا إذا تأكدوا تماما أنهم سيكونون قادرين على بيعها في الأسواق الثانوية. وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين: العامل الأول هو السيولة، والعامل الثاني هو فرص الربح.

وتمثل السيولة لحامل السند إمكانية بيعه بسرعة وتحويله إلى نقد أما فرص الربح فتنشأ عندما ترتفع قيمة السند أو السهم، فيبيعه حامله بسعر أفضل من السعر الذي اشتراه به وبذلك يحقق ربحا رأسماليا [ الهيتي، 1998، ص29 ].

---

* تتولى عادة مهمة بنك الاستثمار البنوك التجارية، وهذا في الدول التي تتميز سوق أوراقها المالية بالصغر أو الدول التي لا يوجد فيها تخصص للبنوك.

وينقسم السوق الثاني إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

## 2-1- الأسواق المنظمة

ويطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية ،ويتم التعامل فيها باسم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول بوحدات التداول المحددة للتعامل ويجب على الشركة أن تحقق شروط خاصة تسمى شروط الإدراج تضعها إدارة سوق الأوراق المالية لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح لها بتداول أسهمها في قاعة التداول [ عطون، 1993، ص18].

و عليه فان الأسواق المنظمة هي الأسواق التي يجري فيها التعامل، وعقد الصفقات على الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت المسجلة بالبورصة، وتكتسب هذه الأسواق صفة التنظيم من كون أن لها مكان محدد للتعامل وفق قواعد وقوانين معينة تخضع لها كل منشأة مسجلة في البورصة، وهو الشيء الذي يميزها عن الأسواق غير المنظمة.

## 2-2- الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة**over the counter (otc)**، التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر. [ هندي،1997 ، ص505].

و عليه فان الأسواق غير المنظمة ليس لها مكان محدد لإتمام المعاملات، وهي تتعامل في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، كما تتعامل كذلك بالأوراق المالية للمنشآت المدرجة أسماؤها بالبورصة، غير أن التعامل فيها يكون على السندات أكثر منه على الأسهم. إضافة إلى أن سعر الورقة المالية يتحدد في هذه السوق على أساس التفاوض، حيث يتم عرض هذه الأسعار بواسطة شبكة الحاسوب نازداك(NASDAQ) التي يوفرها الإتحاد الأمريكي لتجار الأوراق المالية(NASD) **the national association of dealers** .

و لكي يتم التعامل من خلال شبكة نازداك- لابد من توافر حد أدنى من الشروط ، كتوافر عضوين من صانعي السوق و معلومات عن الشركة المصدرة من حيث رأسمالها و إجمالي الأصول، وحد أدنى من الأسهم التي يتم التعامل فيها [ حنفي، 1995، ص 48].

و ينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى: السوق الثالث، و السوق الرابع، إضافة إلى أسواق أخرى.

## 2-2-1- السوق الثالث

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية [ هندي، 1997، ص 508 ].

### 2-2-2- السوق الرابع

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب [ هندي، 1997، ص 510 ] .

ويعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة وغير المنظمة، لكونه يتعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وكذلك غير المسجلة فيها،هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السمسرة مقارنة بالسوق الثالث،وغيره من الأسواق.

## المطلب الثاني:الأسواق الآجلة

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة، هي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات المتعاقد عليها ولا لأثمانها، إذ أن التسليم لا يتم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقا.

العقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل(سلع، سندات دين، عملات صعبة، أسهم، مؤشرات البورصات...الخ) أين يكون الهدف إما الحد من المخاطر، إما المضاربة على تغيرات الأسعار[Gunther capelle-Blancard, 2001, p05 ].

وتمثل أسواق العقود الآجلة، أسواق الاختيار، وهي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية.

حيث يعرف الخيار (OPTION) بأنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه و بسعر محدد، و لكن إذا رغب المشتري في ذلك. وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة.

و الخيار للشراء يسمى خيار الشراء (CALL OPTION) و الخيار للبيع يسمى خيار البيع ( PUT OPTION)، أما المستقبل الذي يتم تحديد تاريخ انتهائه حسب الاتفاق فيسمى تاريخ الانتهاء (EXPIRATION DATE).

أما السعر المحدد فيعرف بسعر التنفيذ (EXERCISE PRICE ). [ الراوي، 1999، ص 309].

ويوجد ثلاثة أنواع من العقود الاختيار:

- اختيار البيع: وهو العقد الذي يحمي المستثمر من المخاطر الناتجة عن حدوث انخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية التي يملكها، حيث يتم تحرير اختيار البيع من طرف شخص آخر يكون مستعد لشراء هذه الأوراق المالية بالسعر السائد وقت التنازل على أن يتم التسليم خلال فترة زمنية لاحقة يتفق عليها في العقد. و حسب العقد يلتزم المستثمر بدفع مكافأة للطرف الآخر، هذه المكافأة تسمح له بالاختيار بين تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.
- اختيار الشراء: هو العقد الذي يبرمه المستثمر مع شخص آخر هو نفسه محرر العقد من أجل شراء أوراقه المالية والتي يتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية، ويتم إبرام العقد الذي ينص على تنازل محرر العقد عن الأوراق المالية التي يمتلكها بالسعر السائد في السوق على أن يتم التنفيذ في فترة لاحقة مع التزام المستثمر الذي يرغب في شراء الأوراق المالية بدفع مكافأة للطرف الآخر.
- اختيار البيع و الشراء معا: هو العقد الذي يجمع بين عقد البيع وعقد الشراء معا.

إن قيام أسواق رأس المال ونجاحها في تحقيق وظائفها بكفاءة يتطلب وجود تنظيم معين، حيث يتكون سوق رأس المال من مجموعة من المتعاملين الذين قد يكونوا مشترين أو بائعين، فيصدرون بذلك إما أوامر شراء أو أوامر بيع ، كما قد يكونوا وسطاء بين هذين الاثنين، لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي التعرف على كل عضو من أعضاء البورصة وكيفية إتمام المعاملات بين هؤلاء الأعضاء.

## المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال

لكل بورصة مجلس إدارة فمثلا بورصة نيويورك للأسهم تدار بواسطة مجلس محافظين **board of governers** ينتخبه أعضاء البورصة- الذين سيشار إليهم فيما بعد- ويتكون المجلس من ممثلين عن الشركات المقيدة أسهمها في السوق، وبيوت السمسرة، وممثلين عن الحكومة. ومن بين مهام المجلس البحث في طلبات العضوية والبت في الموازنة المقترحة للبورصة، و تخصيص المنصات **posts** التي تتعامل في ورقة مالية معينة. هذا إلى جانب التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها، وتوقيع العقوبات المناسبة على المخالفين [هندي، 1999 ، ص 72].

### المطلب الأول: أعضاء سوق الأوراق المالية

أعضاء السوق هم الذين يشكلون حلقة الوصل بين البائعين و المشترين، وفي هذا المجال يمكن أن نذكر خمسة أنواع من أعضاء سوق رأس المال: السماسرة الوكلاء، و سماسرة الصالة، تجار الصالة المتخصصون و تجار الطلبيات الصغيرة.

#### 1- السماسرة الوكلاء

السمسار الوكيل هو عضو من أعضاء البورصة يعمل لحساب بيوت السمسرة، كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص. فإذا كان يعمل لحساب بيوت السمسرة فانه ملتزم أمامها، نتيجة لإقراضه رسم العضوية من طرفها وهذا يعتبر التزاما مباشرا.

كما قد يكون لبيت السمسرة سيطرة غير مباشرة على السمسار الوكيل، نتيجة لكبر حجم المعاملات وزيادتها، فهنا يجد السمسار الوكيل نفسه مجبرا على تنفيذ كل الأوامر الصادرة من بيت السمسرة، لأنه

يعلم أنه في حالة رفضه ذلك يمكن اللجوء إلى غيره من السماسرة خاصة في ظل زيادة حدة المنافسة بين السماسرة الناتجة عن زيادة وكبر حجم معاملات بيوت السمسرة.

## 2- سماسرة الصالة المقصورة

هم السماسرة الذين يعملون لدى السماسرة الوكلاء، خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات، ويتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده لذلك يستعين بسماسرة الصالة.

لهذا يطلق عليهم اسم سماسرة السماسرة، وهم يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة، كما يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها السماسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.

## 3- تجار الصالة

ويطلق عليهم كذلك المضاربون، وهم يعملون لحسابهم الخاص ويدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، ولا يعملون لحساب أي جهة(أفراد، بيوت سمسرة)، كما يعملون على الاستفادة من التغيرات في الأسعار، حيث يحاولون الشراء بسعر منخفض والبيع عند ارتفاع الأسعار من أجل تحقيق الأرباح.

## 4- المتخصصون

يقصد المتخصصون أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المنشآت. بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة **limited order book** للأسهم التي يتعامل فيها وهو ما يعد بالطبع نوعا من الاحتكار.

ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة و يجمع نشاط المتخصص بين السمسرة و الاتجار. فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة. كما يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعا وشراءا بهدف تحقيق الربح [ هندي، 1999، ص 74].

كما يساهم المتخصصون في تحقيق التوازن في حالة ظهور خلل مؤقت بين العرض والطلب لذلك يطلق عليهم اسم صناع السوق، حيث يشترون عندما يزيد العرض عن الطلب على ورقة مالية معينة، ويبيعون عندما يزيد الطلب على العرض وهذا باستعمال مخزونهم من الأوراق المالية، فيحققون بذلك ربحا مناسبا.

و تقوم بورصة نيويورك بمراقبة عمل المختصين بشكل مباشر و دقيق و تخضعهم إلى تحليل و تقديم تقارير مستمرة عن طريقة أدائهم و تقوم بشكل يومي بتحليل كل التداولات التي تمت عن طريقهم و ذلك باستعمال نظام رقابي الكتروني متطور. هذا بالإضافة إلى أن بورصة نيويورك تضع شروطا محددة و متشددة بشأن قبول عضويتهم في السوق [ الشعار، 2006، ص 35].

## 5- تجار الطلبيات الصغيرة

يقصد بتجار الطلبيات الصغيرة odd-lot dealers أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات(أوامر) صحيحة أو غير كسرية(100سهم أومضاعفاتها) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات كسرية(أقل من 100 سهم).

ويحقق هؤلاء التجار الربح من الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء الذي يطلق عليه بالهامش، والذي عادة ما يكون أكبر نسبيا بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة. غير أن دخول بيوت السمسرة والمتخصصين في سوق الطلبيات الصغيرة قد أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض الهامش الذي يحصلون عليه [ هندي، 1999، ص 75].

## المطلب الثاني: قواعد وإجراءات التعامل في أسواق رأس المال

### 1- أنواع الصفقات والمعاملات

يمكن حصر المعاملات التي تجري داخل أسواق رأس المال في نوعين من المعاملات، إما البيع وإما الشراء. و بذلك قد يصدر المستثمر إما أوامر بيع أو أوامر شراء، لأوراق مالية قد تكون مملوكة لديه فعلا أو غير مملوكة.

حيث يصدر المستثمر أمرا بشراء أوراق مالية في حالة ما إذا توقع أن هناك احتمال ارتفاع قيمة السهم في المستقبل، حيث يتضمن هذا الأمر كمية الأسهم التي ينبغي شراؤها، تاريخ تنفيذ أمر الشراء، والسعر الذي ينبغي عنده تنفيذ الأمر.

كما يصدر المستثمر أمرا بالبيع عندما يتوقع انخفاض القيمة السوقية للسهم في المستقبل، ويتميز هذا الأمر بمحددات تخص الحجم، السعر، ووقت التنفيذ.

ويمكن أن يقوم المستثمر ببيع أسهم غير مملوكة لديه ( البيع على المكشوف) حيث يقوم المستثمر في هذه الحالة باقتراض عدد من الأوراق المالية التي يتوقع أن ينخفض سعرها في المستقبل، و عندما ينخفض سعرها فعلا يقوم بإصدار أوامر شراء نفس العدد من الأوراق المالية، ويقوم بإرجاعها إلى المقرض صاحب هذه الأوراق المالية.

وبذلك يحقق المستثمر في هذه الحالة ربحا يساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وهذا طبعا بعد استبعاد الضرائب و العمولات.

## 2- حجم الأوامر

بالإضافة إلى كون طبيعة الأوامر تكون محصورة بين أوامر الشراء و أوامر البيع، فإنها كذلك إما أن تكون أوامر كسرية أو غير كسرية.

حيث تشتمل الأوامر غير الكسرية أو وحدة التعامل على 100 ورقة مالية مثلا أو مضاعفاتها، بمعنى أن الحد الأدنى للأوامر غير الكسرية هو 100 ورقة. وفي بعض الحالات التي ترتفع فيها القيمة السوقية لبعض الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة تشتمل وحدة التعامل 10 أوراق مالية.

و على ذلك فان حجم الأمر على أساس وحدة التعامل قد يشمل 100 ورقة أو مضاعفاتها مثل 300، 500، 1000 ورقة. وفي هذه الحالة تشتمل الأوامر الأخيرة على ثلاث أو خمس أو عشر وحدات للتعامل [ عبد اللطيف، 1998، ص 42، 43].

أما إذا انخفض حجم الأمر عن 100ورقة، فهو يدخل ضمن الأمر الكسري أو أجزاء وحدة التعامل أو الأمر القطاعي.

أما إذا كان حجم الأمر مثلا150سهم، فيمكن تجزئة هذا الأمر إلى قسمين: القسم الأول ويمثل أمر غير كسري ويتضمن 100سهم، القسم الثاني يمثل أمر كسري ويتضمن50 سهم.

و يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تكلفة الأمر الكسري أكبر من تكلفة الأمر غير الكسري وهذا راجع لسببين السبب الأول هو أن نصيب السهم من العمولة داخل الكميات الكسرية يفوق مثيله داخل الكميات غير الكسرية. أما السبب الثاني فيتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يضاف إليه نسبة إضافية.

ففي أسواق رأس المال الأمريكية يتحدد سعر السهم داخل الكمية الكسرية على أساس سعر السهم داخل الكمية غير الكسرية مضافا إليه في حالة الشراء، أو مخصوما منه في حالة البيع قيمة قدرها 1/8

نقطة أي 1/8 دولار. وفي السنوات الأخيرة أصبح إضافة فرق السعر مسألة اختيارية في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية. وفي مؤسسة "ميرل لينشر" لا تضاف أي قيمة لسعر السهم داخل الكميات الكسرية [ هندي، 1999، ص93-94].

## 3 – أنواع الأوامر

عندما يرغب المستثمر في شراء أو بيع ورقة مالية معينة، فانه يصدر أوامر شراء أو بيع للسمسار، وهذه الأوامر قد تكون أوامر محددة لسعر التنفيذ، أو أوامر خاصة.

### 3-1- أوامر محددة لسعر التنفيذ

وهنا يكون السعر الذي يحدده العميل هو الذي يحكم عملية الشراء أو البيع. فقد يصدر العميل أمر بالتعامل على أساس أحسن سعر في السوق، أو أن يتفق العميل مع السمسار على التنفيذ عند سعر محدد.

### أ- أمر السوق

يعطي حرية كبيرة للسمسار(الوكيل) لتنفيذ العملية في الفرصة المناسبة بالنسبة لمصدر الورقة [Boukrami, 1992, p 26] وعليه فان ما يميز هذا النوع من الأوامر هو السرعة الكبيرة في التنفيذ، وبأفضل سعر يمكن أن يحصل عليه في السوق. حيث يكون أقل سعر ممكن هو أفضل سعر عند الشراء، وأكبر سعر ممكن هو أفضل سعر عند البيع.

ما يؤخذ على هذا النوع من الأوامر هو أن مصدر الأمر لا يعلم بالسعر إلا عند التنفيذ أي عندما يعلمه بذلك السمسار.

تظهر عيوب هذا النوع من الأوامر خاصة في الأوراق المالية غير النشيطة، التي تتميز بسرعة التقلب في أسعارها مما قد يحمل المستثمر الذي يعتمد على هذا النوع من الأوامر خسائر كبيرة.

### ب – الأمر المحدد

على خلاف أمر السوق هنا يكون المستثمر على علم بالسعر الذي ستنفذ به الصفقة، على أساس أنه هو من حدد السعر.

فيقوم السمسار بتنفيذ أمر الشراء عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو يكون أقل منه، ويقوم بتنفيذ أمر البيع عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو يكون أكبر منه.

ما يعاب على هذا النوع من الأوامر هو أنه قد لا يتم تنفيذ أمر الشراء أو أمر البيع إذا لم يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، حتى لو كان الفرق بين سعر السوق والسعر المحدد صغيرا.

## 3-2- الأوامر الخاصة

نجد في هذا النوع من الأوامر، أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة.

### أ – أمر الإيقاف

يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

أوامر تتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء. وفي أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه...أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه. [ هندي، 1999، ص 97].

نستنتج من ذلك أن أمر الإيقاف يعتبر وسيلة لتفادي الخسائر أو التقليل منها. وسواء تعلق الأمر هنا بأمر شراء أو بأمر بيع فانه يتحول في مرحلة معينة إلى أمر سوق، خاصة إذا استمرت الأسعار في الانخفاض بالنسبة لأمر البيع، أو استمرت في الارتفاع بالنسبة لأمر الشراء.

أما أهم عيوب تلك الأوامر فهي أنه إذا كان السعر المحدد قريب من سعر السوق فان تغيرا مؤقتا في السعر يعني تنفيذ الأمر، مما يعني إلحاق الضرر بالمستثمر بدلا من حماية مصالحه. ومن ناحية أخرى إذا كان السعر المحدد بعيدا عن سعر السوق فان تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلا. كذلك فانه طالما أن أمر الإيقاف يتحول إلى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الأمر، فان الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولا للمستثمر.خاصة إذا كانت التغيرات السعرية سريعة ومتلاحقة. [ هندي، 1999، ص 97 ،98].

## ب – أمر الإيقاف المحدد

في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، ويتم التنفيذ عندما يبلغ السعر هذه الحدود أو عند أسعار أفضل منها.

فلو أن لدى المستثمر1000 سهم سبق وأن اشتراها بسعر50 دج للسهم الواحد، في الوقت الذي يخشى فيه هبوط السعر، حينئذ يمكنه إصدار أمر إيقاف محدد بسعر وليكن 48 دج للسهم الواحد، وعادة ما يأخذ الأمر الصورة التالية" بيع 1000 سهم عند 49 دج إيقاف 48 دج تحديد" sell 1000 shares at 49$ . stop 48 $limit

وهذا يعني أن يبدأ السمسار في اتخاذ إجراءات البيع عندما ينخفض السعر إلى 49 دج للسهم ، وأن ينفذ الأمر حتى لو وصل السعر في تلك اللحظة إلى48 دج للسهم، على أن لا ينفذ إذا انخفض السعر إلى أقل من ذلك [ هندي، 1999، ص 98 ،99].

والعكس صحيح في حالة الشراء ،حيث يأخذ الأمر الصورة التالية:اشتري 1000سهم عند48 دج إيقاف،49 دج تحديد.

من الصعوبات التي يواجهها هذا النوع من الأوامر هو سرعة التقلب في أسعار السوق ارتفاعا أو انخفاضا مما يصعب من عملية تنفيذ الأمر.

أما بالنسبة للفترة الزمنية التي يبقى فيها الأمر ساريا، فقد نجد أمر لمدة يوم واحد، كما نجد أوامر لمدة أسبوع، وأوامر لمدة شهر.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن أوامر السوق تعتبر أوامر لمدة يوم واحد. بالإضافة إلى ذلك توجد الأوامر المفتوحة أو ما يطلق عليه"ساري حتى الإلغاء GOODTILL CANCELED وعادة ما يرتبط الأمر المفتوح بالأوامر محددة السعر ويتطلب إصدار الأمر المفتوح أن يكون المستثمر على دراية بظروف العرض والطلب على السهم موضوع الأمر وان يشعر المستثمر بالثقة الكافية بأن إعطاء مزيد من الوقت الكافي للأمر سوف يؤدي إلى تنفيذه في ظل ما هو محدد به من شروط، هذا ويتم تعزيز هذه الأوامر شهريا أو ربع سنويا بواسطة السمسار مع المستثمر [ جودة، 2000، ص47].

من عيوب الأمر المفتوح هو طول الفترة الزمنية السارية لتنفيذ الأمر،مما قد ينتج عنه نسيان المستثمر للأمر الذي يصدره، كما قد يتم تنفيذ الصفقة في حين لا يكون المستثمر راضي عن السهم التي تم التعامل بها، أو أن يتم التنفيذ في وقت لا يكون فيه المستثمر على استعداد لتسديد قيمة الأسهم المشتراة.

بعد التطرق إلى قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال بشكل عام، أصبح من الضروري كذلك توضيح قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال الجزائري بعد إلقاء نظرة على ظروف نشأته.

## المطلب الثالث: تنظيم سوق رأس المال في الجزائر

### 1- ظروف نشأة بورصة الجزائر

تعتبر سنة 1986 سنة التحول في الاقتصاد الجزائري، إذ أنه اعتبارا من هذه السنة عرفت الجزائر مجموعة من الإصلاحات، هذه الإصلاحات التي جاءت كنتيجة حتمية للمشاكل والصعوبات التي كانت تعاني منها الجزائر، والتي تعود بالدرجة الأولى إلى حجم المديونية الذي وصل إلى مستوى لم يعد في الاستطاعة التحكم فيه، ومما زاد في تأزم الوضع انخفاض أسعار البترول التي كانت تشكل الركيزة الأساسية للاقتصاد الوطني والتي يعتمد عليها في عملية تسديد الديون.

نتيجة لذلك وعندما وصلت الجزائر إلى طريق مسدود، لم تجد أمامها من حل سوى البحث عن مصادر أخرى خارجية لتمويل المديونية، فكانت إعادة الجدولة التي حتمت عليها القبول بإجراء تعديلات على مختلف الأصعدة، وتجلى ذلك من خلال برنامج التعديل الهيكلي المدعم من طرف صندوق النقد الدولي، الذي يعتبر الخطوة الأولى نحو اقتصاد السوق وذلك بتطبيق مجموعة من الإصلاحات التي تشمل السياسة المالية، السياسة النقدية، والسياسة التجارية بالإضافة إلى الإصلاح الهيكلي الذي يقوم على فتح المجال أمام الاستثمار الخاص والخوصصة.

وقد سبق ذلك إصدار مجموعة من القوانين، وعليه يمكن اعتبار سنة1986بداية الإصلاحات الاقتصادية، بصدور 3 نصوص أساسية تمهد وتقود التحول إلى اقتصاد السوق وهي:

قانون 86-12 المؤرخ في 19-08-1986 المتعلق بنظام القروض والبنوك

قانون 88–16المؤرخ في 12-01- 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات

قانون 90- 10 المؤرخ في 14- 04- 1990 المتعلق بالنقد والقرض .

إن تطبيق هذه القوانين وغيرها من القوانين التي تلتها، والتي تم إصدارها في إطار الإصلاحات الاقتصادية، جعلت الجزائر تعرف تغيرات جدرية، أهم هذه التغيرات تجسدت بصورة أساسية في استقلالية المؤسسات ثم خوصصتها، والتي أدت فيما بعد إلى التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية، لأن تقسيم رأسمال المؤسسات العمومية وتوزيعه على صناديق المساهمة، أدى إلى تحويل المؤسسات العامة إلى شركات أسهم، الأمر الذي استلزم إنشاء سوق للقيم المنقولة، تتداول فيه الأوراق المالية لشركات المساهمة.

لذلك صدر المرسوم التنفيذي رقم 91- 169 في28 ماي1991 لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، هذا المرسوم الذي استمد أحكامه من القانون 88- 04 ، الصادر في 1988 حيث عرف هذا المرسوم القيم المنقولة بأنها كل منتوج مالي قابل للتداول في البورصة، كما أشار إلى إمكانية تجزئة تلك المنتجات المالية، وأن عملية الإصدار مشروطة بموافقة" لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"، واعتبر هذا المرسوم أن البورصة شركة أسهم، يكون فيها المساهمون هم صناديق المساهمة والمؤسسات المالية، وحدد بصفة عامة الأطراف المتدخلة في البورصة وهم بنك الجزائر، الخزينة العامة، الوسطاء، المراقب.

ثم وفي نفس اليوم صدر المرسوم91 – 170 الذي حدد أنواع القيم المنقولة، وشروط إصدار شركات المساهمة لها، كما بين مفهوم كل ورقة مالية سواء كانت سهما أو سندا، وطرق إصدارها وتداولها وكيفية تحويلها، كما دعم هذا المرسوم بمرسوم آخر يحمل الرقم 91- 171، صدر في نفس اليوم ويتعلق " بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"، حيث حدد وظائفها وبين أنها تتكون من خمسة أعضاء، وهم الرئيس ونائبه وثلاث خبراء.

وفي 25 أفريل 1993 صدر المرسوم رقم 93- 08 المعدل والمتمم للقانون التجاري، الذي تخضع بموجبه المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية إشهار إفلاسها إذا ما أخلت

بالتزاماتها، كما تعرض هذا المرسوم للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة. صدر كذلك مرسوم آخر في 23 ماي 1993 ، وهو المرسوم رقم 93 – 10 المتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر، وأقر هذا المرسوم بإنشاء بورصة القيم المنقولة، ومقرها العاصمة واعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(**COSOB** )

- شركة تسيير بورصة القيم (**SGBV**)

وفي 13 جوان 1993 صدر المرسوم التنفيذي رقم 93- 176 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي تعتمدها" لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"(**COSOB**) كوسطاء، وهما البنوك شركات التأمين، صناديق المساهمة التي حلت في سبتمبر 1995.

وعليه يمكن القول أن الصعوبات التي عرفتها الجزائر منذ منتصف الثمانينات والتي حتمت عليها تبني مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية، أدت إلى إصدار جملة من القوانين التي يمكن اعتبارها حجر الأساس في إنشاء بورصة الجزائر التي مرت بمراحل يمكن توضيحها فيما سيأتي.

## 1-1- مراحل إنشاء بورصة الجزائر

إن كل الظروف التي مرت بها الجزائر كانت تعدها وتقودها إلى التخلي عن الاقتصاد المخطط والتوجه إلى اقتصاد السوق، وكان أهم دليل على ذلك إنشاء بورصة الجزائر التي مرت بمرحلتين أساسيتين:

### 1-1-1- المرحلة الأولى (1990- 1992)

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة. من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت " شركة القيم المنقولة"(SVM) ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ 320.000 دج، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة [ شمعون، دس، ص 80،79].

### 1-1-2- المرحلة الثانية (ابتداء من 1992 )

لقد مرت الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه. في فبراير عام 1992 رفع رأسمال الشركة إلى 932.000 دج، كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية(BVM) [ شمعون، دس، ص80] .

لقد عرفت البورصة في بداية إنشائها صعوبات ومشاكل ناتجة عن ضعف رأسمالها، بالإضافة إلى عدم ظهور ملامحها بشكل واضح ، أو عدم تحديد الدور الذي يجب أن تلعبه، غير أن هذه الصعوبات بدأت تتلاشى بشكل تدريجي بصدور مجموعة من القوانين والمراسيم المتعلقة ببورصة القيم، والتي تم إصدارها لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى تحديد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها، مع توضيح مفهوم كل ورقة مالية، وطرق إصدارها، تداولها وتحويلها، بالإضافة إلى تحديد الهيآت المختصة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وبهذا تم إنشاء بورصة الجزائر واعتبر قصر المعارض بالجزائر العاصمة مقر لها.

لكن رغم ذلك وعلى اعتبار أن بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة مع غيرها من بورصات العالم، وخاصة بورصات الدول النامية، فمما لاشك فيه أنها ستواجه صعوبات كثيرة لأنها في مراحلها الأولى،

هذا من جهة، ومن جهة ثانية لأنها مفهوم جديد بالنسبة للفرد أو المواطن الجزائري، وككل شيء جديد فإنها ستعامل بنوع من التحفظ و التخوف، وهو الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على إنعاش الاقتصاد وتحريك عجلة التنمية من خلال الدور الذي ستلعبه البورصة.

## 1-2- صعوبات بورصة الجزائر

لقد عرفت بورصة الجزائر جملة من المشاكل و الصعوبات التي أثرت على نشاطها ومن ثم على الدور الذي أنشأت من أجله، وعموما يمكن إيجاز هذه الصعوبات في النقاط التالية:

### 1- 2-1- الصعوبات الاقتصادية

نحن نعلم أن أغلب الشركات الكبرى هي شركات عمومية، عانت من العديد من المشاكل خاصة المالية منها، حتى انتهى بها المطاف إلى الإفلاس ، وهو العامل الذي سوف يجعل الأفراد يحجمون عن الاكتتاب في أوراقها المالية، نتيجة الانطباع السيئ الذي أخذ عنها منذ البداية، أضف إلى ذلك عوامل اقتصادية أخرى تحد من تشجيع عملية الاستثمار، كارتفاع معدل التضخم ...الخ.

### 1-2-2- الصعوبات الثقافية

تتمثل الصعوبات الثقافية في غياب ثقافة الادخار لدى المواطن الجزائري، وتفضيله للاكتناز أو الاستثمار في مجالات أخرى تنخفض فيها درجة المخاطرة – حسبه- وهذا راجع للظروف السياسية والاقتصادية غير المستقرة التي عرفتها الجزائر خلال عشرية التسعينات، إضافة إلى كون مفهوم البورصة، مفهوم جديد بالنسبة للمواطن الجزائري، هذا وان كان يحظى باهتمام المختصين والباحثين على أعلى تقدير، وهو ما يجعل عملية اللجوء إلى الادخار في مثل هذه الظروف أمر صعب.

وما ينطبق على المواطن العادي ينطبق على المسير الذي ظل لسنوات يعتمد على التسيير الإداري للاقتصاد، ذلك لأن الوضع الراهن يتطلب من الجميع التكيف مع التغيرات الجديدة، كما سيضع المسير أو المدير موضع التحدي، في ظل اقتصاد السوق وما يتطلبه من كفاءة في التسيير في إطار المنافسة وفي ظل اقتصاد يكون فيه البقاء للأقوى.

### 1-2-3- الصعوبات التنظيمية

تتمثل الصعوبات التنظيمية في عدم وضوح وظائف البورصة بشكل دقيق، بالإضافة إلى غياب وسطاء في عمليات البورصة، تكون مهمتهم الأساسية تداول القيم المنقولة وتسيير الحوافظ المالية، فضلا عن عدم وجود مختصين يهتمون بمتابعة عمل البورصة، لتقييمها وتقويمها قصد إنشاء بورصة تعمل بكفاءة وفعالية شأنها في ذلك شأن غيرها من بورصات العالم.

### 1-2-4 – الصعوبات القانونية

إن غالبية الشركات الهامة هي شركات عمومية أي ملك للدولة، أسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية [ شمعون، دس، ص 80].

وهو ما يعني حصر عملية الاكتتاب في فئة معينة دون غيرها، الأمر الذي يؤثر على دور البورصة في تنظيم تداول القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وأشخاص القانون العام، وشركات المساهمة من خلال اللجوء العلني للادخار.

إن هذه الصعوبات لم تحبط من عزيمة السلطات العمومية للتقليل من هذه المشاكل، إذ عمدت السلطات إلى الاتصال ببورصات أخرى، خاصة المغربية منها وذلك للاستفادة من تجربتها وخبرتها في هذا المجال ، إضافة إلى ذلك الشروع في حملات توعية للمواطنين من أجل تشجيعهم على الاستثمار في

البورصة على أساس أنها أصبحت واقع لا مفر منه ، وعلى الجميع تحمل المسؤولية من أجل النجاح في إرساء القواعد الصحيحة لاقتصاد السوق .

لذلك وفي مثل هذه المرحلة على الشركات أن تعمل بفعالية وكفاءة حتى تتمكن من اكتساب ثقة الجمهور، وهو ما سيشجع على الاكتتاب في أوراقها المالية مما يسمح بإنعاش البورصة، ويساعدها على أداء الدور الذي أنشأت من أجله، لذلك نجد أن "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"(COSOB) وضعت شروط معينة من أجل قبول الشركات في البورصة، وتسجيل أوراقها المالية للتداول فيها.

هذه الشروط وضعت أساسا من أجل حماية المستثمرين وبالتالي كسب ثقتهم، لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي أن نتناول شروط قبول الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

## 2- شروط قبول الأوراق المالية للتداول في بورصة الجزائر

إن بورصة الجزائر ظهرت-كما سبق وأشرنا- نتيجة إصدار جملة من القوانين التي تهدف إلى إحداث تغييرات في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تم تطبيقها، أهم هذه القوانين، قانون 88- 16 المؤرخ في 12 - 01 - 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات ،إذ بموجبه تم تقسيم رأسمال المؤسسات العمومية وتوزيعه على صناديق المساهمة، وهي تعتبر المرحلة الأولى من مراحل إنشاء بورصة الجزائر، لتدعم بعد ذلك بالأمر رقم 95-22 الصادر بتاريخ 26- 08- 1995 و المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية.

تعتبر الخوصصة حجر الأساس في بناء البورصة، أو الدافع الأساسي لإنشائها لأن خوصصة المؤسسات العمومية أو عرضها للبيع دون خسارة في قيمتها يحتم إيجاد تنظيم قانوني لإتمام هذه العملية، وهو ما أدى إلى ظهور سوق مالية تساعد على تكريس الخوصصة، من خلال تداول الأوراق المالية

لشركات المساهمة أو بتعبير آخر من خلال العرض العام للبيع (OPV) الذي يعد أكثر الأساليب استعمالا لخوصصة المؤسسات العمومية عن طريق اللجوء العلني للادخار.

إن إجراء العرض العام للبيع يعرف بواسطة القانون العام للبورصة، إذ يضع تحت تصرف الجمهور أو يطرح للجمهور يوم الدخول إلى البورصة عدد محدد من الأسهم حسب سعر معطى، هذا السعر يمكن أن يكون:

- أدنى، بمعنى أدنى سعر مسموح به، وعنده تكون المؤسسة مستعدة للتنازل.
- محدد، بمعنى مستقر (commission d' organisation et de surveillance des opérations de bourse(COSOB), 2001, p1).

إن طرح الأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأول، يحتم على المنشأة المصدرة لهذه الأوراق تحقيق مجموعة من الشروط التي تحددها " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"(COSOB)، من أجل قبول قيمها المنقولة للتداول في البورصة.

## 2-1- الإطار العام لقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة

استنادا لما جاء في دليل" لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"، دليل المستثمر الصادر في نوفمبر1997، فان الفكرة المعمول بها في القاعدة العامة المتعلقة بقبول القيم المنقولة هي:

1- أن تقدم الشركة طلب قبول لدى " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"(COSOB) وأن يخضع مشروع المذكرة الإعلامية لتأشيرة اللجنة،علما أن طلب القبول يكون مرفق بملف يكون محتواه المفصل محدد من طرف (COSOB) ،إضافة إلى ذلك فان اللجنة تراقب مشروع المذكرة الإعلامية حسب الإجراء المحدد لمنح التأشيرة عند إصدار القيم المنقولة.

تجدر الإشارة كذلك إلى أنه بناءا على النصوص القانونية للمادة 43 من المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فان الشركات التي تكون أسهمها مسجلة في التسعيرة الرسمية، تكون ملزمة باللجوء العلني للادخار.

بالتالي فان القانون العام يشترط على الشركة التي تطلب قبول أسهمها للتداول في البورصة، وجوب نشر مذكرة إعلامية في نفس الشروط كتلك المقدرة في القانون رقم 96-02 المتعلق بالمعلومة الواجب نشرها من طرف الشركات التي تقوم باللجوء العلني للادخار عند إصدار قيم منقولة.

2- على الشركة أن تعين وسيط في عمليات البورصة(IOB) يكون مكلف بالمساعدة في تحضير ملف القبول وبمتابعة عملية الدخول (العرض العمومي للبيع).

كما أن القانون العام يعهد إلى الوسيط في عمليات البورصة(IOB) بمهمة المراقبة الأولى، بهدف التأكد من أن الشركة تستوفي الشروط التنظيمية للقبول.

3- يحدد القانون العام مدة أدناها 60 يوم من التاريخ المتوقع للتسعير، وذلك لتسليم طلب القبول وهي مدة كافية تعمل فيها "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" (COSOB) على تفحص الملف والتأكد من استيفاء الشروط.

كما تمتلك" لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة"سلطة تقديرية لرفض طلب القبول إذا توقعت أن دخول الشركة إلى البورصة سيخل بالسير الحسن للسوق.

وتجدر الإشارة أيضا إلى أنه طبقا للنصوص القانونية للمرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم فان السندات المصدرة من طرف الدولة أو الجماعات المحلية تكون معفاة من إجراءات الدخول، وعموما هناك مجموعة من الشروط التي يجب أن تحققها شركات المساهمة حتى تقبل أوراقها المالية في البورصة.

### 2-1-1- شروط القبول

حدد القانون العام ( المرسوم التنفيذي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 ) المعايير التالية لكي تقبل أسهم الشركات المساهمة في البورصة:

- نشر المراكز المالية المصادق عليها للثلاث سنوات السابقة للسنة التي قدم خلالها طلب القبول؛
- تحقيق ربح خلال السنة المالية السابقة للسنة التي قدم خلالها طلب القبول؛
- إثبات وجود هيكل للمراجعة الداخلية؛
- الأسهم يجب أن تكون محررة تحريرا كاملا(بمعنى أن تدفع قيمتها بالكامل)؛
- ضمان تحويل الأوراق المالية.

فيما يتعلق بالأسهم:

- يجب أن لا يقل رأسمال الشركة عن 100.000.000دج؛
- يجب أن تطرح الشركة 20%على الأقل من رأسمالها للاكتتاب لدى الجمهور؛
- يجب أن تكون الأسهم المعروضة على الجمهور موزعة على 300 مساهم على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.

فيما يتعلق بالسندات:

- مبلغ القرض يجب أن يكون مساوي على الأقل ل 100.000.000دج؛
- يجب أن يكون عدد الحائزين للسندات 100حائز على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.

عندما تستوفي الشركة شروط القبول، يجب عليها أن تحضر ملف القبول الذي يكون محتواه المفصل محدد من طرف اللجنة.

## 1-2- العناصر المكونة لملف القبول

يتكون ملف قبول الأوراق المالية للشركات المساهمة للتداول في البورصة من:

- رسالة تطلب من خلالها الشركة قبول أسهمها للتداول في البورصة؛
- وضعيات الشركة بانتظام حتى تاريخ إعداد طلب القبول؛
- شهادة تسجيلها في السجل التجاري؛
- محاضر ضبط الجمعيات العامة التي تقرر وتصادق على فتح رأس المال؛
- حسابات النتائج، الميزانيات الموطدة، الملحقات، تقارير محافظي الحسابات، الحلول المعتمدة، محاضر الضبط المعدة أو المقدمة خلال كل الجمعيات العامة العادية المتعلقة بالخمس سنوات المالية السابقة؛
- ملاحظات وصفية أو إيضاحية حول القضايا التالية:

1- نشاطات الشركة، فروعها، وتنظيمها؛

2- قائمة أعضاء مجلس الإدارة، وكذلك المسيرين الرئيسيين للشركة؛

3- المنازعات في المحاكم ؛

4- اسم المؤسسة المكلفة بإمساك، أو الإشراف على المصالح المالية؛

5- تطور رأسمالها منذ تأسيسها؛

6- أسماء المساهمين الذين يملكون أكثر من 5% من رأس المال الاجتماعي، وعدد الأسهم التي يحتفظون بها؛

7- قائمة بكل الشركات التي تحتفظ فيها بحصة من رأس المال – أسهم بمقدار 10% أو أكثر.

8- تقديرات الأرباح و التدفقات النقدية للشركة خلال الخمس سنوات القادمة.

إذا حققت الشركة الشروط المفروضة عليها من طرف " لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة"( cosob ) من أجل قبول أسهمها للتداول في البورصة، وتمكنت من تحضير ملف القبول، فانه يجب عليها أن تحترم إجراءات الدخول إلى البورصة .

## 2-1-3- إجراءات الدخول إلى البورصة

طبقا لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93- 10 الصادر في 23 ماي 1993، فان " شركة تسيير بورصة القيم المتقولة" (SGBV) ، تكون مكلفة بتنظيم إجراءات الدخول، وفي هذا الاتجاه فان القانون العام يحدد ثلاثة نماذج أو أنواع من الإجراءات الكلاسيكية :

- الإجراء العادي، يطبق على الأوراق المالية الشبيهة بالأوراق المسعرة من قبل، وكذلك بالنسبة للسندات،
- إجراء العرض العام للبيع بالسعر المحدد،
- إجراء العرض العام للبيع بالسعر الأدنى.

الفرق الأساسي بين هاذين النوعين من العرض العام، هو أنه في الأول يتم تحديد السعر مسبقا، أما في الثاني فيتم تحديد السعر بالمزايدة.

يتكفل القانون العام للبورصة بتحديد طرق أو كيفيات إعلام الجمهور عند الدخول إلى البورصة، وكذلك المبادئ العامة التي تنظم مختلف إجراءات الدخول، إذ تحدد " شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) الطرق العملية لسير هذه الإجراءات.

كما تجدر الإشارة إلى أن الأمر 97-12الصادر في 12 مارس 1997 المعدل و المكمل للأمر رقم 95-22 الصادر في 26 أوت 1995 ، والمتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية قد نص على مايلي:

1- أن المؤسسة التي تقوم بتنفيذ عملية الخوصصة مكلفة بأن تقدم للحكومة إجراءات العرض العام ( المادة 9)،

2- كيفية التنازل يمكن أن تنفذ بصورة خاصة عن طريق اللجوء إلى السوق المالي – عن طريق الدخول إلى البورصة – أو عن طريق العرض العام للبيع بالسعر المحدد ( المادة 15). هذا الأخير الذي سيقتصر على عدد محدود من المستثمرين.

إن تحقيق المنشأة لشروط الدخول إلى البورصة، يحتم عليها من أجل إدراج أو تسجيل أسهمها في التسعيرة الرسمية المرور بمراحل تعتبر ضرورة حتمية للدخول إلى بورصة القيم، لذلك سنحاول إيجاز هذه المراحل من خلال ما سيأتي.

## 2-1-4- المراحل الرئيسية للدخول إلى البورصة

### أ- الجهاز القانوني الذي يقرر فتح رأس المال

إن قرار فتح رأس مال المؤسسة للاكتتاب يعزز أو يزيد من امتيازات" المجلس الوطني لمساهمات الدولة"( CNPE) ، إذ بالنظر لهذا القرار فان الجمعية العامة للمؤسسة تجتمع في دورة استثنائية من أجل :

- تبني حل يكرس فتح رأسمالها عن طريق السوق المالي،
- توكيل الإدارة من أجل إعداد و استخدام الوسائل الضرورية لنجاح العملية.

## ب- تقييم ممتلكات المؤسسة و تحديد سعر العرض

الهدف المراد الوصول إليه من خلال تكريس، أو تطبيق أعمال التقييم هو تقدير سعر الأسهم التي تعرضها المؤسسة للبيع أو الاكتتاب.

إن عملية التقييم هذه يمكن أن تمتد أحيانا لفترة طويلة بما فيه الكفاية بالنسبة للتاريخ المتوقع، نتيجة لصعوبات كثيرة ( مشاكل متعلقة بالعقارات، تطهير الحسابات، مدى توفر المعلومات) هذه المشاكل من شأنها أن تؤثر على تاريخ الدخول إلى البورصة المنتظر من طرف المؤسسة، لذلك يستحسن البدء بعملية التقييم في أقرب وقت ممكن، مع استدعاء محترفين و خبراء يملكون المهارة و الكفاءة من أجل الحصول على نتائج التقييم في الآجال المرغوبة من طرف المؤسسة، كما ستكون هناك حداثة و متابعة للعملية، في حالة ما إذا سبق للمؤسسة أن قامت بأعمال تقييمية بتاريخ حديث نسبيا.

تجدر الإشارة كذلك إلى أن الجمعية العامة هي وحدها المؤهلة لتثبيت و تحديد السعر النهائي للعرض، بالإضافة إلى ذلك، فانه في حالة زيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار، فان سعر الإصدار يجب أن يكون على الأقل مساوي لحصة الأموال الخاصة في السهم كما ينتج عن آخر ميزانية مصادق عليها من طرف الجمعية العامة العادية.

## ت- اختيار وسيط في عمليات البورصة

طبقا للمادة 17 من قانون ( COSOB )، رقم 97-3 الصادر في 18- 11-1997 فانه يجب على المؤسسة أن تعين وسيط في عمليات البورصة يساعدها ويرافقها طيلة عملية قبول أسهمها في التداول.

كذلك فان الوسيط في عمليات البورصة الذي تعينه يتصرف بصفته رئيس لمجموعة الوسطاء في عمليات البورصة، الذين سيتم مناداتهم من أجل ضمان توظيف الأوراق المالية بواسطة شبكة وكالات مختلف البنوك المختارة من أجل العملية.

في حالة زيادة رأس المال، هذا الدور يعهد به إلى نقابة إصدار مرؤوسه من طرف بنك يعتبر المسؤول عن نقابة التوظيف.

### ث- تعيين مسؤول مكلف بالتنسيق

لأسباب تهدف إلى أفضل فعالية في تنظيم و سير العملية، يجب على المؤسسة أن تعين مسؤول عن الملف الذي سيصبح المتحدث الوحيد إزاء مختلف المتدخلين في السوق المالي، مهمته متابعة وتنظيم كل الأسهم و الأعمال المنجزة خلال كل مراحل الدخول إلى البورصة.

### ج- الاتصال بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB)

ترتبط المؤسسة مع مصالح " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"( COSOB)، هذه المصالح أعدت لتقديم كل التوضيحات الضرورية حول:

- سير عملية القبول،
- طبيعة الوثائق الواجب تقديمها في الملف،
- كل معلومة تساعد مسؤولي المؤسسة على الفهم الصحيح لمحتوى المذكرة الإعلامية.

### ح- إعداد مشروع مذكرة إعلامية

هذه الوثيقة المخصصة لإعلام الجمهور، تشكل مستند أساسي يسمح بتزويد المستثمر بكل معلومة ضرورية، وصادقة قصد مساعدته على اتخاذ قراره.

تعالج هذه الوثيقة أساسا:

- تنظيم الشركة،
- نشاطها،
- ممتلكاتها،
- مركزها المالي.،
- مميزات القيم المنقولة المطروحة في عرض البيع.

المحتوى المفصل لهذه الوثيقة حدد بتعليمة" لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" ( COSOB) التي تحمل الرقم 97-03 الصادر في 30-11-1997.

بالإضافة إلى ذلك فان مشروع المذكرة الإعلامية هذا ، يجب أن يرفق بمشروع نشرة إعلامية ( أو بيان تمهيدي)، الذي يعيد بطريقة مختصرة محتوى المعلومات المناسبة، مع تبيان ما هو مخصص لعامة الناس في المذكرة الإعلامية.

## خ- مراقبة أو فحص مشروع المذكرة الإعلامية من طرف مصالح ( COSOB)

استغلال ومراقبة المذكرة الإعلامية من طرف مصالح لجنة ( COSOB) يرتكز أساسا على:

- تطابق المذكرة مع نصوص تنظيمات و تعليمات اللجنة،
- توافق و ترابط المعلومات المبينة في المذكرة مع تلك المحتواة في الوثائق و المستندات المكونة لملف القبول.

## د- مهلة منح التأشيرة

تستغل اللجنة مدة قدرها شهرين من أجل الإعلان عن محتوى مشروع المذكرة الإعلامية، هذه المدة تبدأ في السريان انطلاقا من تاريخ إيداع المشروع.

## ذ- صياغة ملاحظات و اعتراضات من طرف اللجنة

الملاحظات والاعتراضات المحتملة التي تسجلها اللجنة سوف يتم إشعار الشركة بها لتأخذها بعين الاعتبار قبل وضع أو إيداع النسخة النهائية للمذكرة الإعلامية.

## ر- إيداع المشروع النهائي للمذكرة الإعلامية

تقوم المؤسسة بإيداع المشروع النهائي للمذكرة الإعلامية، بعد الأخذ بعين الاعتبار الملاحظات و الاعتراضات المحتملة التي تم صياغتها من طرف اللجنة و رفع كل التحفظات و الاعتراضات و تسويتها.

يتم إيداع المذكرة في عشر نسخ، حيث تكون النسخة الأصلية قانونيا موقعة من طرف الرئيس المدير العام، ومحافظي حسابات المؤسسة.

## ز- منح التأشيرة

يتم وضع أو توقيع التأشيرة على آخر ورقة في المذكرة الإعلامية حيث يحرر محتواها كما يلي:

بتطبيق المواد 41 و 42 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23-05-1993 ، المعدل والمكمل، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وقعت ال( COSOB) على المذكرة الحالية التأشيرة رقم .... بتاريخ.... [commission d' organisation et de surveillance des opérations de bourse(COSOB), 2001,p9].

كذلك فان التأشيرة الممنوحة لا تتضمن تقدير أو تثمين للعملية، بل ترتكز فقط على نوعية المعلومة المقدمة و مدى تطابقها مع التشريع و التنظيم المطبق.

## س- إعداد قرار القبول

في ختام عملية فحص ومراقبة هذه الوثائق، وبعد التحقق من ضبط الوثائق و صحة المعلومات الواردة فيها، تعد اللجنة قرار القبول، ليحول هذا القرار إلى" شركة تسيير بورصة القيم"(SGBV)، لكي يتم نشره في النشرة الرسمية للتسعير.

## ش- تجزئة عرض البيع

المبدأ العام المأخوذ به في تجزئة العرض هو تشجيع و إعطاء الأولوية للادخار الفردي ( أشخاص طبيعية)، وهذا من أجل إنعاش المساهمة الشعبية.

كقاعدة عامة، يتم تجزئة العرض إلى أربعة أصناف أو أنواع من المستثمرين:

النوع الأول : المستثمرين المؤسساتيين، كهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، هيئات التأمين، صناديق التقاعد....الخ.

النوع الثاني: كل الأشخاص المعنوية الأخرى و التجار.

النوع الثالث : مأجوري المؤسسة.

النوع الرابع: أشخاص طبيعية أخرى.

حصص الأسهم المتوقعة أو المحددة في البداية لكل قسم أو نوع، كذلك تحديد سقف احتمالي للطلب لكل صنف من المستثمرين قابلة للمراجعة خلال فترة التوظيف تبعا لاتجاه السوق، وهذا بعد موافقة " شركة تسيير بورصة القيم " (SGBV).

## ص- تشكيل نقابة توظيف

### 1- حالة العرض العام للبيع

يتم عقد اتفاق بين المؤسسة ومجموعة من الوسطاء ( I.O.B) – بنوك- هذه المجموعة تشكل نقابة توظيف، حيث يضمن أو يتعهد واحد من هذه المجموعة بترأس نقابة التوظيف.

يبرم الوسطاء في عمليات البورصة مع البنوك اتفاق يحدد شروط سير جمع أوامر الشراء و تحويل الأموال، كذلك حقوق وواجبات كل عضو.

### 2- حالة رفع رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار

يتم عقد اتفاق أو عقد بين المؤسسة ونقابة توظيف، تتكون من عدة بنوك يتقدمها البنك الذي يترأس نقابة التوظيف، حيث يقوم الاتفاق على :

- تعيين وكالات البنوك المسموح لها باستلام توظيفات المستثمرين،
- تسيير رؤوس الأموال و تحويلها إلى البنك الممركز(CENTRALISATRICE)،
- فتح حساب بنكي مخصص لاستلام رؤوس الأموال المدفوعة أو المودعة من طرف المستثمرين،
- مبلغ العمولات،
- إجراء توجيه الوثائق ( أوامر الشراء، ملخصات...) و تركيزها.

## ض- فتح فترة التوظيف

**فتح العرض** يتم الإعلان عنه عن طريق نشر إعلان عن الدخول إلى التسعيرة في النشرة **الرسمية للتسعير**(BOC) ، هذا الإعلان يتم تبليغه أسبوعين قبل التاريخ المتوقع للفتح، بهذه **الصفة**، يجب على المؤسسة أن تقدم " لشركة تسيير بورصة القيم" (SGBV) الوثائق التالية :

- قرار القبول المعلن عنه من طرف اللجنة ( COSOB)،
- المذكرة الإعلامية مؤشر عليها من طرف اللجنة( COSOB)،
- النشرة الإعلامية، تحمل شهادات تزكية لتأشيرة اللجنة ( COSOB)،

إن مدة الاكتتاب التي يستطيع من خلالها المستثمرين اقتناء الأسهم سوف تمتد لفترة قدرها شهر، أما في حالة زيادة رأس المال، فان فترة التوظيف يمكن أن تختتم قبل التاريخ المتوقع إذا وصل مبلغ الاكتتاب إلى مبلغ الإصدار.

كما أن توظيفات المستثمرين يتم استلامها و إثباتها أو تسجيلها بواسطة و وثيقة تسمى أوامر الشراء، بينما في عملية زيادة رأس المال، الوثيقة المقصودة تسمى كشف اكتتاب.

**ع- الإعلان**

تباشر المؤسسة نشاط دعاية وتسويق يتمحور حول:

- نشر بلاغات رسمية في الجرائد ذات النشر الوطني،
- انجاز نشرات إعلامية مطوية، و إعلانات ملصقة أو معلقة،
- انجاز صور إعلانية،
- وضع النشرات الإعلامية، والمذكرات الإعلامية تحت تصرف الجمهور على مستوى مقرها، وعلى مستوى وكالات البنوك، ومقرات الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، حتى يتمكن الجمهور من الاطلاع عليها.

### غ-متابعة وتقييم سير التوظيف

طيلة فترة التوظيف تعد الشركة المصدرة عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة و البنك الذي يترأس نقابة التوظيف يوميا ميزانية حول سير التوظيفات من خلال مجموع وكالات مختلف البنوك المختصة بالعملية.

إن الهدف من متابعة وتقييم سير التوظيف، هو تنظيم عملية توفير الأوراق المالية تبعا للمناطق الجغرافية، وأنواع المساهمين المستهدفين (خواص، أشخاص معنوية، مستثمرين مؤسساتيين) على ضوء الطلب، بالإضافة إلى توجيه مجهودات النشر، أو الدعاية و الوساطة التجارية من أجل نجاح العملية.

### ف- تسليم شهادات تثبت شراء الأوراق المالية

على المؤسسة أن تسلم لمختلف المستثمرين المكتتبين في التوظيف شهادات تثبت شراء أسهمها.

### ق- تسعير الورقة المالية

تسجل الأوراق المالية المطروحة للجمهور رسميا في التسعيرة بسعر عرضها في الأسبوع الذي يلي الإعلان عن النتائج من طرف (SGBV).

زيادة على ذلك، ومن أجل ضمان تعديل أسعار الورقة المالية، تستطيع المؤسسة اللجوء إلى توقيع عقد سيولة مع وسيط في عمليات البورصة، شروط هذه العملية يحددها القانون التجاري.

## 2-1-5- واجبات المؤسسة المسعرة في البورصة

قبول المؤسسة في البورصة يدفعها إلى الالتزام بإعلام مستمر للمستثمرين عن طريق:

- نشر مراكزها المالية نصف السنوية، والسنوية في اليوميات ذات النشر الوطني،

- إعلام الجمهور بكل معلومة مهمة يمكن أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية أو أي حادث يمس بنشاط أو تطور مركز المؤسسة.

أما فيما يتعلق ب ال( COSOB) و ال (SGBV) فيجب على المؤسسة أن تقدم :

• تقرير سنوي يحتوي على:

- المراكز المالية( الميزانية، جدول حسابات النتائج، مشروع تخصيص النتيجة، و الملاحظات الملحقة بالمراكز المالية)، مقدمة مع مقارنتها بتلك الخاصة بالسنة المالية السابقة،

- تقرير محافظ الحسابات.

• تقرير التسيير نصف سنوي، ويحتوي على:

- المراكز المالية ( جدول حسابات النتائج، الميزانية، و الملاحظات الملحقة بالمراكز المالية)، مقدمة مع مقارنتها بتلك الخاصة بالنشاط السابق،

- شهادة محافظ الحسابات.

نخلص من كل ما سبق إلى أنه يجب على المؤسسة التي ترغب في طرح أسهمها للتداول في البورصة أن تحقق مجموعة من الشروط التي تتطلبها عملية القبول، هذه الشروط تحددها " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" ( COSOB) التي تعتبر السلطة التشريعية في البورصة، و التي تضع شروط الدخول إلى البورصة، كما تحدد مراحل الدخول، وكذا التزامات المؤسسة قبل وبعد الدخول إلى البورصة ، إذ يجب على المؤسسة أن تقدم طلب القبول مرفق بملف القبول، والذي يكون محتواه المفصل محدد من طرف ال ( COSOB) ، كما تلتزم المؤسسة بتعيين وسيط في عمليات البورصة، هذا الأخير الذي يتكفل بمساعدة المؤسسة في تحضير ملف القبول، ومتابعة عملية الدخول من خلال التأكد من استيفاء كل شروط الدخول إلى البورصة، إلى جانب ذلك يجب على المؤسسة أن تهتم بإعداد مشروع مذكرة إعلامية، هذه المذكرة تحتوي على كل

المعلومات التي تخص تنظيم الشركة، نشاطها، و ممتلكاتها، ومركزها المالي، إضافة إلى مميزات القيم المنقولة المطروحة للتداول، وتسمح هذه المذكرة بإعطاء صورة واضحة وصادقة عن المنشأة تمكن المستثمر من اتخاذ القرارات المناسبة، كما ترفق هذه المذكرة بمنشور أو بيان إعلامي يكون أكثر اختصارا من المذكرة الإعلامية، وكما هو الحال بالنسبة لملف القبول، فان محتوى المذكرة الإعلامية تحدده (COSOB).

لذلك تخضع هذه المذكرة فيما بعد لمراقبة اللجنة للتأكد من مطابقتها لما هو مطلوب ، وفي حالة وجود خلل أو نقص فيها فان اللجنة تقوم بتسجيل ملاحظاتها و تعمل على تبليغها للشركة لتأخذها بعين الاعتبار، بعد ذلك تقوم الشركة بإيداع المشروع النهائي للمذكرة الإعلامية لكي يخضع لتأشيرة اللجنة، ليحرر فيما بعد قرار القبول الذي يحول إلى (SGBV) ، والتي تهتم بنشره في النشرة الرسمية للتسعير، لتدخل بعد ذلك المؤسسة إلى البورصة ويتم طرح أوراقها المالية للاكتتاب، وتصبح بذلك ملزمة بتطبيق تعليمات وقواعد (SGBV)، التي تعمل على التنظيم العملي للدخول إلى بورصة القيم المنقولة.

لقد حاولنا من خلال كل ما سبق توضيح المفاهيم الأساسية المرتبطة بسوق رأس المال، هذا الأخير الذي لطالما كان من المفاهيم التي شغلت حيزا كبيرا من اهتمام الاقتصاديين، لا سيما مع التطورات التي يعرفها العالم و التي جعلت من أسواق رأس المال عصب الحياة الاقتصادية الحديثة، والمحرك لعجلة النمو الاقتصادي ، خاصة إذا اتسمت هذه الأسواق بالكفاءة، وهي الفكرة التي سنحاول معالجتها من خلال ما سيأتي.

## المبحث الرابع: ماهية كفاءة سوق رأس المال

ظهر مفهوم كفاءة سوق رأس المال نتيجة للتطورات التي عرفتها أسواق رأس المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل و التساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته و تبنيه.

### المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال

مفهوم الكفاءة يفترض سوق مثالي، بمعنى سوق بورصة سعر الأصول فيه يسمح باتخاذ قرارات صائبة( جيدة) حول تخصيص الموارد، لأن سعر الأوراق المالية يعكس في لحظة معينة، في المتوسط، بشكل صحيح كل المعلومات المتاحة، سواء حول الأحداث السابقة أو المستقبلية [BARRE, LORAND, 1998, P 40 ].

كما يرى البعض بأن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات [ الحناوي، العبد، 2002 ، ص 106].

ولقد أعطيت لكفاءة السوق مجموعة كبيرة من التعاريف حيث نظر BEAVER لكفاءة السوق على أساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات حيث أن أسعار الاستثمارات في فترة زمنية معينة تعتمد على المعلومات التي تصل للأفراد في خلال هذه الفترة، ويكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرين وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات و سعرها.

أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه و أثرها على توازن سعر الاستثمارات و قيمتها الحقيقية.

و يرى HAIM, MARSHALL أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم تنعكس على أسعارها ، بمعنى أنه في السوق الكفء يكون أفضل توقع لقيمة

السهم ممثلا في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة.

يرى أيضا JENSEN أن السوق يكون كفؤا بالنظر إلى المعلومات المتوفرة، وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي الصفر.

بينما يرى DYCHAM و آخرون أن كفاءة السوق تصف التغيرات في أسعار الاستثمارات التي تعكس أنواعا معينة من المعلومات فورا و بشكل غير متحيز.

بينما عرف FAMA السوق الكفء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا و الراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية و الجارية و المتوقع حدوثها في المستقبل. [ العربيد، 2002، ص46-47].

وعليه يمكن وصف أسواق رأس المال التي تتسم بالكفاءة على أنها السوق التي تكون في حالة التوازن المستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها [ BELKAGUI, 1981, P 48 ].

كذلك في ظل السوق الكفء نجد أن سعر الورقة المالية يتغير وبسرعة تبعا لنوع المعلومات الجديدة التي يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق، فإذا كانت هذه المعلومات مرضية أي تعكس صورة ايجابية عن المنشأة المصدرة لهذه الورقة، سنلاحظ زيادة الطلب على هذه الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح.

و عليه يمكن القول أن سعر السهم في السوق الكفء هو مرآة عاكسة لكل معلومة تصل السوق بشأن ذلك السهم.

و إذا كان الأمر كذلك فانه يمكن الإدعاء بأنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للأسهم هي قيمة عادلة FAIR VALUE تعكس تماما قيمته الحقيقية أو الذاتية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر [ هندي ،1999،ص400].

و تلعب المعلومة دورا هاما في السوق الكفء إذ تعتبر الأساس الذي يعتمد عليه المتعامل في اتخاذ قراره بالاستثمار في ورقة مالية ما من عدمه. وتعتبر الميزانيات المحاسبية، وجدول حسابات النتائج، والتقارير السنوية، والنصف سنوية، والنشريات التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على المنشآت المسجلة في البورصة ، من أهم مصادر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في أسواق رأس المال.

إن التطورات التكنولوجية الحالية بما توفره من وسائل اتصال، انترنت، حاسبات آلية، هواتف ثابتة ونقالة وغيرها، كلها ساهمت في سهولة الوصول إلى المعلومات الضرورية بسرعة و بدون تكاليف مبالغ فيها. هذه المعلومات قد تكون معلومات سابقة( تاريخية)، كالنتائج التي حققتها المنشأة في سنوات سابقة ، كما قد تكون حالية، أو مستقبلية من خلال القيام بتقديرات وتنبؤات لما سيكون عليه وضع المنشأة في سنوات لاحقة، اعتمادا طبعا على أوضاع المنشأة محل الدراسة بشكل خاص وكذلك بالاعتماد على الظروف الاقتصادية العامة.

وعليه فانه في السوق الكفء تتحدد القيمة الاستثمارية لأي ورقة مالية ، حيث أن القيمة الاستثمارية للورقة المالية هي القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع صاحب الورقة المالية أن يحصل عليها [HENRY,1999, P39 ].

و في حالة وجود اختلاف بين سعر الورقة المالية، وقيمتها الاستثمارية فهذا يدل على عدم كفاءة سوق رأس المال.

و عموما فانه في ظل وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يسعون إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عوائد مستقبلية مرتفعة، اعتمادا على المعلومات التي تم الحصول عليها، وانطلاقا من كون أن المعلومات تكون متوفرة ومتاحة للجميع و بتكاليف منخفضة، فإننا نعتقد انه لن يكون لأي واحد من هؤلاء المتعاملين الحظ في تحقيق فرص ربح غير عادية مقارنة بغيره من المتعاملين .

بمعنى أنه في السوق الكفء نلاحظ أن جميع المتعاملين سيحققون نفس المعدل من العائد، وهو معدل عائد عادل لأنه يسمح لكل متعامل بتغطية مخاطر الاستثمار في تلك الورقة المالية.

هذا يعني أنه في السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الاستثمارية (الحقيقية) و هو ما يتضح من خلال العلاقة التالية:

$$\sum_{n}^{\infty} P = \frac{Dn}{(1+r)^{n}} \qquad (1-1)$$

حيث P تمثل القيمة السوقية للسهم و هي تعادل قيمته الحقيقية، "Dn " تمثل التوزيعات السنوية، r تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار و الذي يكفي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.[ حنفي، 2000، ص201].

هذا بالطبع لا يعني أن القيمة السوقية للسهم تبقى ثابتة على الدوام، فمع كل معلومة تصل إلى السوق بشأن المنشأة المصدرة لذلك السهم، يتوقع أن ترتفع أو تنخفض قيمته السوقية و ذلك

اعتمادا على ما إذا كانت تلك المعلومات تحمل في طياتها أخبارا سارة أو غير سارة عن مستقبل تلك المنشأة [ هندي، 1995، ص 14].

هذا الارتفاع و الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يحصل مباشرة بعد كل معلومة ترد إلى السوق، وهو ما يعني عدم وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومة و تغير سعر الورقة المالية، بالنسبة لكل المتعاملين على حد السواء على اعتبار أن أغلب المتعاملين في أسواق رأس المال يستعينون ببيوت السمسرة أو مستشاري الاستثمار...أو غيرها من الجهات المختصة في تجميع المعلومات وتحليليها بهدف خدمة المتعاملين في سوق رأس المال .

و انطلاقا من مبدأ المنافسة في الحصول على المعلومات و تحليلها بهدف تحقيق السبق في الوصول إلى النتائج، فسوف لن يتمكن أي متعامل من تحقيق أرباح تفوق ما حققه غيره من المتعاملين.

وعلى الرغم من هذا لاينكر أنصار السوق الكفء إمكانية تحقيق بعض المستثمرين أرباحا غير عادية على حساب غيرهم، إلا أن هذا راجع إلى الصدفة و الصدفة فقط، إذ لا يمكن لأحد في ظل السوق الكفء ، أن يتنبأ بالظروف التي يمكن في ظلها أن يحقق مثل هذه الأرباح، و دون أن تكون هناك فرصة مماثلة و متاحة للآخرين [ حنفي، 1995، ص146].

## المطلب الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

إن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفء، هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق- تبعا لطبيعة هذه المعلومة- وهو ما يعني انه لا توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات و تحليلها و بين التغير في سعر السهم.

إن هذا المبدأ ينطبق تمام على مفهوم الكفاءة الكاملة، التي يتطلب تحقيقها توفير مجموعة من الشروط، نوردها فيما يلي:

1- المعلومة المناسبة يجب أن تكون متاحة مجانا لكل المشتركين في السوق.

2- يجب أن يكون عدد المشتركين في السوق كبيرا، وأن يكون بينهم منافسة حقيقية [CROZET, et autre , 1993, p121 ]

3- أنه لا توجد قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب. كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها و ذلك بيسر وسهولة.

هذا إلى جانب عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

4- أن المستثمرين يتصفون بالرشد ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم [هندي، 1999، ص 401].

لكن إذا تمعنا جيدا في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة للشرط الأول ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين.

كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال وان كانت تختلف من سوق لآخر.

وإذا رجعنا إلي الشرط الثاني فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين 70% إلى75 % من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات

المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث يترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة [ هندي،1999، ص 402].

أما فيما يخص الشرط الثالث فهو بعيد جدا عن الواقع إذ توجد فعلا شروط وقيود تفرض على المنشآت التي ترغب في الدخول إلى أسواق رأس المال ، وهي الشروط التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعليه فان هناك قيود على المعاملات في أسواق رأس المال، كما توجد تكاليف للتعامل بالإضافة إلى الضرائب كذلك .

يبقى الشرط الرابع هو الشرط الوحيد المعقول و المعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة.

وعليه فانه بتحقق الشرط الرابع نكون قد أثرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية. و الكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

بمعنى أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمته الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة. غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل [ حنفي، 1995، ص150].

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما، كفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير.

## المطلب الثالث: متطلبات أو شروط الكفاءة الاقتصادية

يتطلب تحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال شرطين أساسيين، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

### 1- كفاءة التسعير

تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية، لأنها تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق [ الدسوقي ، 2000، ص 34] .

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق ، إلا أنه أيضا ،أمر غير مستحيل ، فقد يمنى مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته [ حنفي، 2000، ص 215] .

كما يمكن لمستثمر آخر أن يحقق أرباح تفوق ما حققه غيره من المستثمرين نظرا لتمكنه من الحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره. لكن غالبا ما يكون عدد هؤلاء المستثمرين محدود و بالتالي فلن يكون لهم تأثير كبير على تحقيق كفاءة السوق، و حتى إن تمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية فذلك لن يدوم طويلا، لأن المعلومة ستصل لا محالة لباقي المستثمرين.

## 2- كفاءة التشغيل

وهي التي تعرف باسم الكفاءة الداخلية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ خلق التوازن بين العرض والطلب داخل سوق رأس المال، في ظل انخفاض تكاليف المعاملات و هو الأمر الذي يشجع على زيادة حجم المعاملات مع سرعة تنفيذها.

كما أنه في ظل كفاءة التشغيل لن يتمكن المتخصصين من تحقيق عوائد مرتفعة نظرا لانخفاض تكاليف السمسرة.

كما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة [ حنفي، 1995، ص154].

و يجب الأخذ بعين الاعتبار أن الطلب على الأوراق المالية لأي منشأة يتوقف على طبيعة المعلومات المتحصل عليها والمتعلقة بالمنشأة المعنية ، فإذا كانت هذه المعلومات مشجعة على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة ، فإننا سوف نسجل زيادة الطلب على هذه الأسهم مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها . في المقابل سنلاحظ تراجع الطلب على أسهم المنشآت التي تكون وضعيتها غير مشجعة على الاستثمار في أوراقها المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها .

و بهذا المعنى سيتم تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد ، من خلال توجيه الموارد المالية إلى المجالات (المنشآت ) الأكثر ربحية ، وبتحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال سيتم تحقيق كفاءة الاقتصاد الوطني .

## المطلب الرابع: العلاقة بين المعلومة و كفاءة سوق رأس المال

لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق رأس المال ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات [ التميمي، سلام، 2004،ص132].

كما أن استخدام المعلومة بطريقة ذكية وفعالة ، تسمح للمبادلات الاقتصادية بالاقتراب من وضعية السوق المثالي( الكفء)، أين يكون المتعاملين مطلعين بشكل كامل ، وأين لاتوجد تكاليف لاستعمال السوق[Nicolas, 2004-2005 ,p 29] .

ولقد سبق وأوضحنا أن السوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات ماضية أو حالية أو متوقع حدوثها في المستقبل.

بعبارة أخرى السعر الحالي للسوق يعكس كل معلومة متوفرة، ضمن هذه الشروط، السعر الحالي للسوق المالي في كل الأسواق يمكن أن يكون أفضل تقدير لقيمة الاستثمار

[ www.alvinhan.com 05/03/2009 ]

كما أن أسعار الأسهم في هذا السوق تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة المخاطرة، وهو ما يؤكد على ضرورة توفر المعلومات المناسبة و تماثلها بالنسبة لجميع المتدخلين أو المستثمرين في سوق رأس المال.

و يمكن الحصول على هذه المعلومات من عدة مصادر ، كالقوائم المالية و التقارير المالية.

حيث تحتوي التقارير المالية إلى جانب القوائم المالية على معلومات مالية نجدها خاصة في الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج...الخ.

كل ذلك يؤكد أن تحقق كفاءة السوق يتوقف بصورة أساسية على المعلومات المالية ودرجة الإفصاح عنها أو نشرها. حيث يعرف الإفصاح " بأنه عرض للمعلومات المهمة للمستثمرين من الدائنين و غيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل، وقدرته على سداد التزاماته...كما أن هناك من يربط بين درجة الإفصاح و تخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين من خلال نشر كل معلومات اقتصادية لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته و تخفض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلة [تركي، 1995، ص25].

كما يعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل و إظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، وهذا يعني أن تشتمل القوائم المالية و الملاحظات و المعلومات الإضافية المرفقة بها، كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع.

و يجب على المحاسب الإفصاح عن المعلومات الهامة و التي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير و اختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية [حماد، 2000، ص55].

إن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها و بين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق رأس المال.

كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. فإذا كان المستثمر مقتنع بأن السوق كفء فانه سوف يقوم بإتباع استراتيجيات بسيطة أو خاملة في تكوين محفظة أوراقه المالية، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة المالية، وبالتالي سيقل إقبال المستثمر على المعلومات، ولن تكون هناك فائدة من القيام بالتحليل.

أما إذا كان المستثمر يعتقد بعدم كفاءة السوق ، فسيعمل على الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة، كما يمكن أن يستعين بالخبراء و المختصين في تحليل المعلومات المنشورة، كما قد يلجأ إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار النشطة قصد تحقيق عائد يفوق ما حققه غيره من المستثمرين.

السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين و لذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل ، ويقومون بإجراء التحليلات، وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق و زيادة كفاءته، وبالتالي فان سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية ( حتى من المصادر الخاصة) و تحويلها إلى معلومات عامة( عن طريق التداول) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي و هكذا فان التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة سوق رأس المال.

كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات إنتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية [ العربيد، 2002، ص 68-69].

إن الهدف الأساسي من القيام بدراسة وتحليل المعلومات المالية و غير المالية هو محاولة اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بأكبر أو بأقل من قيمتها الحقيقة، من أجل تحقيق أرباح غير عادية.

فإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقة، سيزداد الطلب عليها، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن الذي يعكس قيمتها العادلة أو الحقيقة.

و إذا كانت الورقة المالية مسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقة، سينخفض الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة و خطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم المحورية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت

لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقيق بعض العوائد غير العادية، وذلك في الفترة القصيرة.

و مع مرور الوقت و تزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقة أو المحورية و ذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية [ الحناوي و آخرون ،2002، ص136].

## خلاصة

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم كفاءة سوق رأس المال بالتعرض أولا إلى مفهوم سوق رأس المال عموما، حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من تعاريف سوق رأس المال أنه يعتبر سوق، لكنه سوق من نوع خاص ، تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان محدد وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمه وينظم عمله.

ولكي تحقق أسواق رأس المال وظائفها لا بد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ونقصد بذلك الأصول المالية، ولقد ركزنا في دراستنا هذه على الأسهم و السندات بمختلف أنواعها ذلك لأنها تعد السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال.

يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك عدة أقسام لسوق رأس المال، إذ تتعدد بتعدد المعايير المستخدمة في التقسيم ، وأخذا بعين الاعتبار لمعيار الزمن يمكننا تصنيف أسواق رأس المال إلى أسواق عاجلة أسواق آجلة،علما أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها إلى عدة أقسام: السوق الأول، السوق الثاني بنوعيه المنظم وغير المنظم ، هذا الأخير الذي ينقسم كذلك إلى السوق الثالث والسوق الرابع.

بعد توضيح الإطار النظري العام لسوق رأس المال، حاولنا في مرحلة ثانية إلقاء ولو نظرة بسيطة عن تنظيم سوق رأس المال في الجزائر، هذا وان كان يصعب في مرحلة كهذه الحديث عن سوق رأسمال حقيقي في الجزائر بنفس مواصفات الأسواق العالمية، غير أن هذا لم يمنعنا من توضيح ظروف نشأة سوق رأس المال الجزائري والصعوبات التي واجهته، وشروط قبول الأوراق المالية للتداول فيه.

في الأخير حاولنا أن نتناول بالدراسة مفهوم كفاءة سوق رأس المال، هذا المفهوم الذي أثار الكثير من الجدل والنقاشات في السنوات الأخيرة،حيث توصلنا إلى نتيجة مفادها أن السوق الكفء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.

وأنه السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساوي لقيمتها الحقيقة، كما أنه في ظل السوق الكفء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين.

يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن القيمة السوقية للسهم لا تبقى ثابتة لفترة طويلة، حيث تتغير تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وهو ما يعني عدم وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين تغير السعر، وهو ما ينطبق على مفهوم الكفاءة الكاملة. غير انه وإذا تمعنا جيدا في شروط الكفاءة الكاملة سنجدها صعبة التحقيق في الواقع.

و تساهم المعلومات بشكل كبير في مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تسمح لهم بتحقيق معدل عائد يتناسب و درجة المخاطرة و يلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق رأس المال.

يجب الإشارة كذلك إلى أن كفاءة سوق رأس المال إذا تحققت فقد تأخذ أكثر من صيغة تبعا لطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق، وهو الأمر الذي سنحاول توضيحه من خلال الفصل الموالي.

# الفصل الثاني

# الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

## تمهيد

تم صياغة "نظرية الأسواق المالية" في الولايات المتحدة الأمريكية مع مطلع الستينات في المدرسة الشهيرة ل **شيكاغو Chicago** [ AKTAS "la finance comportemental un état des lieux /http:// atoum.univ-paris1.fr/documents/orlean.pdf-2004] هذا وقد سبق و أوضحنا أن السوق الكفء هو سوق مثالي، و أن كفاءة سوق رأس المال لن تتحقق إلا إذا انعكست جميع المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت ماضية أو مستقبلية على أسعار الورقة المالية بسرعة، مع ضرورة توفر عدد كبير من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد في سوق رأس المال.

بالإضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات مما يشجع على زيادة التعامل على الأوراق المالية المطروحة.

وعليه يمكن القول أن السوق هو حلبة، حيث عدد كبير من المستثمرين العقلانيين الذين يعظمون أرباحهم، يكونون متساوون في الوصول إلى المعلومة، و يتنافسون من أجل محاولة تقدير السعر المستقبلي.? [ERICSSEN , quel est le degré d'efficience de Marchés , http://perso.wandoo.fr/pgreen finch/ f0plan.htm),juin2000].

يتضح من ذلك أن للمعلومة التي يتحصل عليها المتعامل في سوق رأس المال دور أساسي في تحديد طبيعة المعاملات، وتحديد القرارات الاستثمارية المناسبة، ذلك أنها تعد الأساس الذي يعتمد عليه في اتخاذ قرار شراء أو بيع ورقة مالية معينة.

كما أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة سوق رأس المال، والتي تظهر في صيغ مختلفة، إذ يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا. فقد قام عالما التمويل المشهوران **هاري وروبرت HARRY , ROBERT** و **يوجين فاما EUGENE FAMA** بتقسيم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة مستويات، حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة [خريوش و آخرون، 1995، ص 123].

وعليه تظهر كفاءة سوق رأس المال في ثلاث صيغ مختلفة، تتمثل في فرض الصيغة الضعيفة، فرض الصيغة متوسطة القوة، و فرض الصيغة القوي.

لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل توضيح الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، والتي تحددها نوع وطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق، بالإضافة إلى توضيح مختلف الطرق و الوسائل المستخدمة لقياس أو اختبار كل صيغة على حدا

## المبحث الأول: الصيغة الضعيفة و التحليل الفني

في إطار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال فان " سعر السهم يعكس كل المعلومات الماضية الخاصة بسعر هذه الورقة المالية" [AMBLER , L'efficience des marchés financiers/ http:// www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/efficien.pdf-2004]

وهذا يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق و بالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر [ هندي ، 1995، ص 505].

بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالسهم المعني، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلا.

ذلك لأن القيمة الحالية للسهم تعكس فقط المعلومات الماضية الخاصة بهذا السهم، وهو الأمر الذي سيخلق اختلاف بين أسعار الأسهم من فترة زمنية لأخرى.

أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي رابط، أو ما يمكن أن نعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار [ حنفي 1995 ، ص 156]. وعليه فان أفضل تقدير لسعر الغد هو سعر اليوم [www.master272.com/finance/statsMKT/volat.ppt/22/02/2009] كما أن المستثمر في أسواق رأس المال ضعيفة الكفاءة لن يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية.

و قد تعرض بعض الباحثين و المهتمين بالموضوع لبعض المداخل المستعملة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال و هي ثلاثة: سلسلة الارتباط ، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

## المطلب الأول: سلسلة الارتباط

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل و يعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار و يرجع هذا الاختبار إلىEUGENE FAMA في الخمسينات ، عندما قام باختبار 30 سهما من **داوجونز** من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى 10 أيام . وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة [ الدسوقي ، 2000 ، ص 47].

و عليه فان الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال، تفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة ( شهر على الأكثر).

لأن وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم. كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر السهم كذلك وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية للأسعار( أي الصيغة الضعيفة) .

هذا ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثرها بضخامة بعض المفردات أي قيم التغير.

كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل. لذا يوصي بتنقية البيانات قبل إجراء التحليل [ هندي، 1996، ص 53 ] .

و إذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

## 1- تعريف التحليل الفني

التحليل الفني هو طريقة أخرى للتنبؤ بالأسعار، تقوم هذه الطريقة على دراسة الأسعار السابقة، و أسهم السوق من أجل التنبؤ بالحركات المستقبلية للأسعار. يتعلق الأمر بالتنبؤ بالنشاط المستقبلي للسوق و ذلك بتحليل المعطيات، تمثل المنحنيات البيانية، اتجاهات السعر و الحجم.

و عليه يعتمد التحليل الفني بصورة أساسية على المعلومات الماضية فيما يخص أسعار الأسهم، و التي يستمدها من سوق السهم نفسه، و على دراسة حركة الأسعار من أجل تقدير ما سيكون عليه السعر مستقبلا، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بيعا أو شراء.

ويقوم التحليل الفني على مجموعة من المبادئ و الفرضيات نوجزها فيما يلي:

1 – أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض و الطلب.

2- أن العرض و الطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، و البعض الآخر غير رشيد ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، ومن بينها أيضا ما يبتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين، و التخمين...وما شابه ذلك .

3 – يعطي السوق – آليا و بصفة مستمرة – وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب.

4 – أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر، فان أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر في ذلك لفترة طويلة من الوقت.

5 – إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير في العلاقة بين العرض و الطلب، و أن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه – طال الزمن أو قصر– من خلال دراسة ما يجري داخل السوق نفسه [ هندي، 1999، ص 218 – 219 ].

بمعنى أنه يمكن دراسة العلاقة بين العرض والطلب من خلال متابعة حركة الأسعار في السوق ، و بناءا على ذلك يمكن للمستثمر اتخاذ قرار البيع و الشراء ، انطلاقا من ملاحظته لبداية حدوث تغير في سعر السهم ، ومن ثم بداية التحول من نقطة توازن إلى نقطة توازن أخرى جديدة .

علما أن هذا التحول يستغرق بعض الوقت، بمعنى أن المستثمر لن يحتاج إلى كم هائل من المعلومات ولا إلى تحليلها كما هو الشأن بالنسبة للتحليل الأساسي، من أجل اتخاذ قرار الاستثمار المناسب ، و إنما يحتاج إلى معرفة التغير في مستوى الأسعار، و حجم التداول، وبداية التغير في هذه الأسعار دون الحاجة إلى معرفة و دراسة أسباب هذا التغير . حيث أن وصول معلومات جديدة إلى السوق وتغير الأسعار نزولا سيدفع المستثمر إلى اتخاذ قرار البيع، في حين أن تغير الأسعار صعودا نحو سعر التوازن الجديد سيؤدي بالمستثمر إلى اتخاذ قرار الشراء .

التحليل الفني يعتبر أن كل شيء يكون داخل السعر، وينطلق من مبدأ أن السوق دائما على صواب... وأن التحليل الفني يستعمل لتحديد " متى".

يتضح من ذلك أن أسلوب التحليل الفني هو أسلوب بسيط إن صح التعبير و لا يحتاج إلى خبرة و حنكة كبيرتين من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة. فأي مستثمر مهما كان مستواه العلمي والثقافي بسيط ، فانه يستطيع أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب بناءا على التغير في أسعار الأسهم ، التي يمكن أن يطلع عليها من خلال المجلات و الصحف المتخصصة، كذلك من خلال النشريات التي توفرها المنشآت المعنية، بالإضافة إلى ما توفره وسائل الإعلام من خلال البرامج المتخصصة .

إذا قارنا كل هذا مع ما يقوم عليه التحليل الأساسي، فإننا سنكتشف أن كل هذه الأمور تعد مزايا للتحليل الفني ، ذلك لأن التحليل الأساسي يتطلب المعرفة و الخبرة ومستوى عالي من القدرة على التحليل ، وهو الأمر الذي أدى إلى ظهور المختصين في هذا المجال وبنوك الاستثمار... وغيرها .

كما أن التحليل الأساسي يعتمد على تجميع كم هائل من المعلومات، فيما يخص المنشأة محل الدراسة و ظروفها بالإضافة إلى معلومات عن الظروف الاقتصادية، ومن ثم تحليلها، وهي أمور مكلفة تتطلب مصاريف، كما تحتاج إلى وقت و جهد كبيرين. مع ذلك يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني ، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية و يخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم ، أما المحلل الفني فان عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينيه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار .

يضاف إلى ذلك ما أثبته الواقع من أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني يندر أن يحقق عائدا غير عادي على استثماراته [ هندي، 1999، ص 222 ]. ويعتقد كذلك أن الذين يعتمدون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية هم الذين يصنعون الأمور، و يحدثون التغيرات بأنفسهم بناءا على توقعاتهم فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب و ذات البيانات ، فإنهم يتوصلون إلى ذات القرار ، ولو أن القرار كان شراء سهم منشاة بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل ، فسوف يتدفقون لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر ، وهذا أمر طبيعي [ هندي،1999،ص 222 ].

## 2 - نظرية دو DOW

لا يمكن التحدث عن أدوات التحليل الفني دون التطرق إلى نظرية دو DOW THEORY و لقد نسبت هذه النظرية إلى مؤسسها CHARLES DOW ، وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات .

وتشير نظرية " **دو**" إلى وجود ثلاث حركات سعريه الأولى هي حركات يومية تحدث من يوم إلى آخر ، والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو أشهر، والثالثة تستغرق عدة سنوات . حيث يستمر حدوث تغير لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد [ الدسوقي ، 2000 ،ص 48 ] .

ويطلق على هذا النوع من التغير بالاتجاه الأساسي أو الجوهري كما يطلق عليها أيضا بالسوق الصعودي أو النزولي **BEAR OR BULL MARKET** حسب الأحوال ، أي حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو الهبوط [ هندي، 1999 ، ص 223 ] .

وإذا ما أراد المستثمر دراسة التغيرات التي تحدث على مستوى الأسعار من أجل تحديد الاتجاه الأساسي، فان عليه دراسة التغيرات اليومية – وان كانت نظرية **دو** لا تعطي أهمية لهذه التغيرات – ذلك لأن هذه المتغيرات مجتمعة تمثل أساس التغيرات الثانوية. هذه الأخيرة تمكننا بدورها من تحديد الاتجاه الأساسي .

هذا ووفقا لأنصار **دو**، لا يمكن أن يتأكد الاتجاه الأساسي الجديد في أسعار السوق، والذي يعكسه التغير في قيمة أحد مؤشرات السوق التي يقوم عليها التحليل، وليكن مؤشر **دوجنز** لمتوسط الصناعة ، إلا إذا اتضح أن هناك اتجاه أساسي مماثل قد حدث في مؤشر صناعة معينة ، وليكن مؤشر **دوجنز** لمتوسط صناعة النقل [ هندي ، 1999 ، ص 224 ].

## 3 – أدوات التحليل لمؤشرات السوق

تسمح هذه الأدوات بتحديد اتجاه الأسعار، بمعنى هل تتجه هذه الأسعار نحو الصعود أم نحو الهبوط. كما تسمح هذه الأدوات بقياس قوة السوق.وهذه المؤشرات تطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، لذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار أن النسب المعيارية المعتمدة هنا هي خاصة بالولايات

المتحدة الأمريكية . و عموما توجد ثلاثة أنواع من مؤشرات ( مقاييس) السوق، وهي: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهة النظر المضادة، مقاييس المستثمر المحترف.

## 3- 1- مقاييس ميل واتجاه المستثمرين

تستعمل هذه المقاييس في التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم مستقبلا، كما أنها تعتبر مؤشرات جيدة للحالة الاقتصادية العامة، من بين هذه المؤشرات نذكر:

### 3 - 1 - 1 - مؤشر بارون

يسمى كذلك مؤشر الثقة و يحسب بالعلاقة التالية:

مؤشر الثقة = ( عائدات السندات مرتفعة الجودة / عائدات السندات متوسطة الجودة) × 100 (2-1)

ومن المتوقع بالطبع أن تكون قيمة المؤشر أقل من 100، وذلك طالما أن عائدات السندات مرتفعة الجودة عادة ما يكون أقل من عائدات السندات متوسطة الجودة [ هندي، 1999، ص 226 ].

ينطلق مؤشر الثقة من فكرة أنه إذا كانت ثقة المستثمرين في السوق كبيرة ، فان ذلك سيشجعهم على زيادة الطلب على السندات متوسطة الجودة ، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، و بالتالي انخفاض عائدها.

و سيستمر هذا العائد في الانخفاض إلى أن يقترب من عائدات السندات مرتفعة الجودة، مما يعني أن قيمة مؤشر الثقة سيقترب من 100%، والعكس صحيح.

بمعنى إذا كانت ثقة المستثمرين في السوق ضعيفة، وكانوا غير متفائلين، فإننا سنتوقع زيادة الطلب على السندات مرتفعة الجودة، والتي تمتاز بانخفاض درجة المخاطرة فيها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية ، ومن ثم انخفاض عائدها، وهو يؤدي إلى انخفاض قيمة مؤشر الثقة .

وعليه انطلاقا من قيمة مؤشر بارون يستطيع المستثمر اتخاذ قرار الاستثمار المناسب بالبيع أو الشراء.

ففي حالة ارتفاع قيمة مؤشر الثقة، فان هذا يعني أن أسعار السوق ستعرف اتجاه نحو الصعود والارتفاع يستمر هذا الارتفاع مستقبلا ، وهو مايعكس تحسن في الوضع الاقتصادي العام للدولة ، وعليه فانه سيكون من المناسب أن يتخذ المستثمر قرار الشراء .

أما في حالة انخفاض قيمة مؤشر الثقة، فان هذا يعني أن الأسعار ستعرف انخفاضا وسيستمر هذا الانخفاض مستقبلا، وهو ما يعكس كذلك تدهور في الوضع الاقتصادي العام للدولة، وسيكون قرار البيع في هذه الحالة قرارا مناسبا.

ويواجه هذا المؤشر مشكلة تتمثل في تعقد استخدامه في التفسير وهي أنه يهتم فقط بجانب الطلب ويهمل جانب العرض، فوفقا لهذا الأسلوب فان التغيرات في أسعار فائدة السندات تنتج من خلال التغيرات في طلب المستثمرين لسندات مختلفة الجودة . إلا أن الواقع يشير إلى أن الاختلافات في عوائد السندات كانت ترجع باستمرار إلى اختلاف العرض المتاح من المجموعات المختلفة من السندات ، وهكذا فانه من الممكن أن يؤدي العرض إلى التأثير على مؤشر الثقة لبارون وبالتالي نصل إلى تفسيرات خاطئة لهذا المؤشر [ حماد ،2000 ، ص 222 ] .

### 3-1-2- مؤشر المستويات العليا و الدنيا

يسمح هذا المؤشر باتخاذ قرار الاستثمار المناسب، وتحديد توقيت هذا القرار، وهو يحسب وفق العلاقة التالية : مؤشر المستويات العليا و الدنيا = د / د+د" (2 – 2)

حيث د يمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل، د" تمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل [ هندي، 1999، ص 227 ].

قيمة هذا المؤشر تكون محصورة بين 0 و 1. وعلى أساس هذه القيمة يستطيع المستثمر اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

فعندما تكون قيمة هذا المؤشر قريبة من 1، فهذا دليل على أن عدد الأسهم التي عرفت ارتفاع في أسعارها أكبر من عدد الأسهم التي عرفت انخفاض في أسعارها، و العكس صحيح عندما تقترب قيمة المؤشر من 0.

بمعنى أن انخفاض قيمة هذا المؤشر عن 0.1 معناه أن السوق سيعرف مرحلة ارتفاع في أسعار الأسهم ( مرحلة صعود)، في حين أن تجاوز قيمة هذا المؤشر ل 0.9 يعني أن السوق سيعرف مرحلة انخفاض في الأسعار ( مرحلة هبوط ) بعد انتهاء مرحلة الصعود.

### 3-1-3- نسبة الارتفاع والانخفاض

يقاس هذا المؤشر حسب الصيغة التالية:

نسبة الارتفاع والانخفاض = عدد الأسهم التي حققت صعودا / عدد الأسهم التي حققت صعودا أو هبوطا ( 2 – 3) [ هندي، 1999، ص 228 ].

انطلاقا من قيمة هذا المؤشر يمكن الحكم على الاتجاه العام لأسعار الأسهم في السوق، فإذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر أو تساوي 0.6 فهذا يعني أن مرحلة ارتفاع أسعار الأسهم ستصل إلى نهايتها، لتفسح بذلك المجال إلى مرحلة الهبوط في الأسعار.

أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر تساوي 0.35 ، فان هذا يعني أن الانخفاض في أسعار الأسهم قد وصل إلى نهايته ، لتبدأ الأسعار بعد ذلك في الارتفاع.

ومن خلال هذا الاتجاه الصعودي والنزولي لأسعار الأسهم ، يمكن للمستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب .

لكن ما يؤخذ على هذه النسبة هو أنها لا تأخذ بعين الاعتبار الأسهم التي لم تعرف أي تغير في سعرها.

### 3-1-4- نسبة البيع على المكشوف

تحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

نسبة البيع على المكشوف = المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف / المتوسط اليومي للصفقات (2 -4) [ هندي ، 1999 ، ص 230 ].

إن السياق الطبيعي للمعاملات في أسواق رأس المال يقوم على أساس أن يشتري المستثمر الأوراق المالية عندما تكون أسعارها منخفضة، ليبيعها عندما ترتفع أسعارها، فيحقق بذلك ربح ناتج عن الفرق في الأسعار. غير أن عملية البيع على المكشوف تقوم على مبدأ مختلف، إذ يقوم المستثمر ببيع أوراق مالية ليست ملكا له أصلا، حيث يقوم باقتراضها من شخص آخر ليبيعها في الوقت الحالي، لأنه يتوقع انخفاض في قيمتها السوقية مستقبلا. وبطبيعة الحال سوف يستعين المستثمر ( المقترض) بسمسار لإتمام العملية، حيث يقوم هذا الأخير ببيع الأسهم المقترضة بسعر السوق الحالي، ويقدم حصيلة هذا البيع لصاحب الأسهم كضمان لأسهمه التي أقرضها.

بعد فترة وعند انخفاض القيمة السوقية للسهم يأمر المستثمر السمسار بشراء نفس الكمية من الأسهم المقترضة بالسعر الحالي ( السعر المنخفض) ، ليسلمها للشخص المقرض والذي يقوم بدوره بتسليمهم مبلغ بيع الأسهم السابقة ، وبذلك يحقق المستثمر ربح ناتج عن الفرق بين سعر السهم في الفترة السابقة و سعره في الفترة الحالية.

وإذا ما رجعنا إلى تفسير نتيجة نسبة البيع على المكشوف، فسوف نجد وجهتي نظر مختلفتين، وجه
النظر الأولى خاصة بأصحاب التحليل الأساسي، وحسبهم فان ارتفاع نسبة البيع على المكشوف هو دلي
على أن الأسعار سوف تتجه نحو الانخفاض، لماذا ؟

لأن مؤيدي التحليل الأساسي يعتمدون على قاعدة أساسها، أن المضاربون سيتجهون إلى عقد صفقا
للبيع على المكشوف ، عندما يتوقعون انخفاض أسعار الأسهم مستقبلا، وبالتالي فان زيادة عدد صفقا
البيع على المكشوف سيؤدي إلى زيادة المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف وبالتالي زيا
نسبة البيع على المكشوف ، والعكس صحيح. في حين نجد أن ارتفاع نسبة البيع على المكشوف تعن
عند أصحاب التحليل الفني أن أسعار الأسهم سوف تتجه نحو الارتفاع، ذلك لأن عدد كبير م
المضاربين سوف يقومون بشراء الأسهم حاليا لانخفاض أسعارها، ولتعزيز مراكزهم المالية.

هذا الأمر سوف يؤدي إلى زيادة الطلب ، وبالتالي زيادة أسعار الأسهم . و في كلا الحالتين ومه
كانت وجهة النظر المعتمدة ، فيجب على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار كل التغيرات المتوقعة والت
من شأنها أن تؤثر على قراره الاستثماري .

## 3-2- مقاييس وجهة النظر المضادة

مفاد هذا النوع من المقاييس هو أنه يوجد في أسواق رأس المال مستثمرين صغار ليس لديهم خبرة
حنكة كبار المستثمرين، وبما أنه غالبا ما تكون المعلومات المتاحة لصغار المستثمرين أقل من تل
المتاحة لغيرهم ، فمن الطبيعي أن تكون قراراتهم خاطئة .

لذلك واستنادا لمقاييس وجهة النظر المضادة، فعليك أن تتخذ قرارات مخالفة لقرارات صغا
المستثمرين لكي يكون قرارك سليما ، وذلك بالاعتماد على العلاقة التالية :

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية/ مشتريات الكميات الكسرية (2 – 5)

يقصد بالكمية الكسرية في بورصة نيويورك ، صفقات البيع والشراء التي يبرمها صغار المستثمرين والتي تقل الكمية التي تتضمنها عن 100 سهم [ هندي ، 1999، ص 231 ].

وعليه ووفقا لمبدأ مقاييس وجهة النظر المضادة، فعلى كبار المستثمرين القيام بعملية الشراء عندما تكون قيمة هذا المؤشر أكبر من 1.

لأنه عندما تتجاوز قيمة هذا المؤشر 1، فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، والعكس صحيح.

بمعنى أنه عندما تكون قيمة هذا المؤشر أقل من 1، فعلى المستثمرين المحترفين اتخاذ قرار البيع، لأن مشتريات صغار المستثمرين قد زادت في هذه الفترة، وهي الفترة التي تعرف فيها الأسعار اتجاها نحو الصعود.

لكن إذا تأملنا جيدا في هذا المؤشر ، فسنجده بعيدا نوعا ما عن الواقع، لأنه من الممكن أن نجد مستثمرين محترفين يستثمرون في أسهم يقل عددها عن 100 و بذلك فهي تندرج ضمن صفقات مبيعات و مشتريات الكميات الكسرية. كما لا يمكن الحكم بشكل مطلق على قرارات صغار المستثمرين بأنها قرارات خاطئة إذ كثيرا ما يتخذ هؤلاء المستثمرين قرارات صائبة( سليمة) .

## 3-3- مقاييس المستثمر المحترف

خلافا لمقاييس وجهة النظر المضادة، فان مقاييس المستثمر المحترف تقوم على فكرة أن المستثمر المحترف ، ونقصد به هنا كبار المستثمرين من المؤسسات المتخصصة ، وبنوك الاستثمار( ككبار الملاك و المديرين) ،حيث يكون للمستثمر القدرة على الحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المستثمرين الأمر الذي سيمكنه من اتخاذ القرار المناسب، وعليه فانه لضمان الحصول على أرباح

كتلك التي يحصل عليها المستثمر المحترف ، لا بد من اتخاذ قرار يماثل ( يتطابق مع ) ذلك الذي يتخذه المستثمر المحترف. و لمعرفة طبيعة القرارات التي يتخذها المستثمر المحترف تطبق العلاقة التالية:

نسبة البيع على المكشوف = المبيعات على المكشوف للمتخصصين/ مجموع المبيعات على المكشوف (2 – 6)

وفي بورصة نيويورك يبلغ المتوسط التاريخي لتلك النسبة 0.55 ، لذا فعندما تصل النسبة المحسوبة إلى حوالي 0.6، فان الفنيين يفسرونها على أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل. أما عندما تصل النسبة إلى أكثر من 0.65 فان هذا يعد مؤشرا من وجهة نظرهم على أن أسعار السوق في طريقها إلى انخفاض مؤكد. ومن ناحية أخرى إذا كانت النسبة أقل من 0.45 فان هذا يدعو للاعتقاد أن أسعار السوق ستأخذ طريقها نحو الصعود. أما إذا كانت النسبة أقل من 0.40 فان هذا يعني أنه من المؤكد أن الأسعار ستتجه نحو الصعود [ هندي، 1999، ص 233].

لكن ما يؤخذ على هذا المؤشر هو أن المعلومات الخاصة بالمبيعات على المكشوف للمتخصصين تنشر بعد إجراء صفقات البيع على المكشوف ، وبالتالي لن يتمكن المستثمر العادي من اتخاذ القرار المناسب ذلك لأن الأوان يكون قد فات ، وأن التغير في الأسعار يكون قد حدث فعلا، وبالتالي لن تكون هناك جدوى من استعمال هذا المؤشر.

كما نجد في نفس الإطار- ( مقاييس المستثمر المحترف)- مؤشر آخر وهو مؤشر الكميات الكبيرة، وهو يقوم على نفس فكرة نسبة البيع على المكشوف ويحسب وفق العلاقة التالية:

مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعودية/ عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية (2 – 7)

ويقصد ببسط المؤشر عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة.**big block uptick** أما مقام المؤشر فيقصد به عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بسعر أعلى من

السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، إضافة إلى عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة **big block downtick**. و بالنسبة للصفقات التي تبرم بنفس السعر الذي أبرمت به آخر صفقة فلا تؤخذ في الحسبان [ هندي ، 1999، ص 234 ] .

قيمة هذا المؤشر تكون محصورة بين 0 و1، وعليه فان اقتراب قيمته من 0 يعني أن الأسعار ستتجه نحو الانخفاض، بينما اقتراب قيمة هذا المؤشر من 1 يعني أن الأسعار ستعرف اتجاها نحو الارتفاع، وعلى أساس ذلك يمكن للمستثمر اتخاذ القرار المناسب.

## 4- أدوات التحليل الفني لسعر السهم

يعتقد الفنيون أن حركة التغير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معينا يمكن من خلال تتبعه التنبؤ بالسعر في المستقبل [ السوقي، 2000، ص 49]. وفي هذا السياق يعتبر كل من مؤشر القوة النسبية للسهم، خرائط الأعمدة البيانية و المتوسط المتحرك من أهم أدوات التحليل الفني لسعر السهم.

### 4-1- مؤشر أو خريطة القوة النسبية للسهم

تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود **bull market**، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط **bear market**. ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم التي تتسم أسعارها بقوة نسبية **relative strengt** . وهي أسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز [ هندي، 1999، ص 235].

و عادة ما يتم الاعتماد على معدل العائد على الاستثمار في السهم كمؤشر للحكم على القوة النسبية لذلك السهم ، من خلال حساب متوسط معدل العائد على الاستثمار للسهم خلال فترة زمنية معينة و بالتالي تكون الأسهم التي تعرف ارتفاع في متوسط عائد الاستثمار فيها أسهم ذات قوة نسبية خلال نفس الفترة .

كما يمكن كذلك حساب نسبة سعر السهم خلال فترة زمنية معينة إلى أحد مؤشرات السوق التي أشرنا إليها فيما سبق، أو بحساب نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة( أو القطاع) الذي تنتمي إليه المنشأة المصدرة للسهم.

## 4-2- مؤشر أو خريطة المتوسط المتحرك

تستخدم تقنية المتوسط المتحرك لدراسة ظاهرة (اقتصادية) معينة خلال فترة زمنية محددة من أجل اكتشاف الاتجاه العام لهذه الظاهرة، كما تستخدم كذلك للتوقع بقيمة هذه الظاهرة بخطوة زمنية واحدة انطلاقا من آخر مشاهدة فعلية.

انطلاقا من ذلك تحسب قيمة التوقع من خلال العلاقة التالية:

$$X_{t+1} = X_t + X_{t-1} + \ldots + X_{t-n+1}/N \qquad (2\text{-}8)$$

حيث:

$X_{t+1}$ : التوقع للفترة t+1.

$X_t$ : المستوى الفعلي للفترة t.

t : دليل الفترة.

N : عدد المستويات التي حسب على أساسها الوسط الحسابي (الأساسي) [شرابي ، 2000 ، ص 52- 53].

بعد حساب قيمة المتوسط المتحرك لسعر السهم، يفضل تمثيل قيمة المتوسط المتحرك وقيمة سعر السهم في منحنى بياني، حتى يتضح اتجاه كل منهما، بالشكل الذي يمكننا من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

وعليه يفضل اتخاذ قرار البيع إذا كان السوق في حالة هبوط، في حين يفضل اتخاذ قرار الشراء إذا كان السوق في حالة صعود.

إن المتوسط المتحرك يمكن أن يستخدم للوقوف على حقيقة متوسط أسعار السوق ككل.

وفي هذه الحالة يكون السوق صعودي إذا كان المتوسط المتحرك في صعود و قيمة المؤشر الفعلية أعلى من المتوسط المتحرك. وعلى العكس من ذلك يكون الاعتقاد أن السوق نزولي عندما يكون منحنى المتوسط المتحرك يتجه إلى الهبوط، في الوقت الذي تكون فيه القيمة الفعلية للمؤشر أقل من المتوسط المتحرك [ هندي، 1999، ص 448 ].

## 4-3- خرائط الأعمدة البيانية

يستخدم الفنيون خرائط سلسلة زمنية لأسعار الأسهم ( يومية ، أسبوعية ،شهرية ) ويقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى سعر و أدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسيا لكي يشكل عمود و كذلك يقوم برسم خط أفقي صغير عبر هدا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإغلاق [ حماد ، 2000، ص 336 ].

و يمكن التعرف على حجم الصفقات التي أبرمت في تاريخ معين، بسعر محدد كما يبينه كل من محور السينات ( المحور الأفقي )، و محور العينات ( المحور العمودي) على التوالي، وذلك أسفل الخريطة. و من بين خرائط الأعمدة البيانية نجد: خريطة المستويات المساعدة و المقاومة، وخريطة الرأس والأكتاف.

### 4-3-1- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة

نقصد هنا بالمستويات المساعدة، المستويات التي ينخفض فيها سعر السهم إلى قيمة متدنية، أما المستويات المقاومة هي المستويات التي يصل فيها سعر السهم إلى قيمة مرتفعة (عالية) خلال فترة زمنية معينة. وعليه فانه من خلال خريطة المستويات المساعدة و المقاومة يستطيع المستثمر اتخاذ القرار المناسب. فعندما يصل سعر السهم إلى المستويات المساعدة، يكون هنا الوقت مناسب لاتخاذ قرار الشراء ، في حين يتخذ قرار البيع عندما يبلغ سعر السهم المستويات المقاومة .

كما توجد حالات يتجاوز فيها سعر السهم المستويات المقاومة أو ينزل إلى أقل من المستويات المساعدة. و حتى إذا حدث هبوط في السعر عن المستوى المتدني، أو ارتفاع عن السعر العالي BREAK THROUGH فانه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق [ هندي، 1999، ص 240 ].

## 4-3-2- خريطة الرأس والأكتاف

تسمى خريطة الرأس و الأكتاف لأن شكلها يكون على هيئة رأس وكتفين، والتي تتشكل نتيجة لتغير سعر السهم تبعا لتغير حجم الصفقات. و عليه و كمرحلة أولى سترتفع الأسعار نتيجة لزيادة حجم الطلب، و تستمر في الارتفاع حتى تصل إلى مرحلة معينة، بعد هذه المرحلة ستنخفض الأسعار نتيجة انخفاض الطلب وبذلك سيتشكل الكتف الأيسر. في المرحلة الثانية وانطلاقا من نفس المبدأ، سترتفع الأسعار نتيجة لزيادة حجم الطلب و تستمر في الارتفاع إلى أن تصل إلى مستوى أعلى من ذلك الذي وصلت إليه في الكتف الأيسر. بعد ذلك ستنخفض الأسعار بسبب تدني حجم الطلب، وتستمر في الانخفاض، لكنها لن تصل إلى نفس المستوى المنخفض الذي بلغته في الكتف الأيسر، بل أعلى من ذلك المستوى بقليل، وهو ما يشكل الرأس. في المرحلة الثالثة و بنفس الطريقة ترتفع الأسعار إلى أن تصل إلى مستوى أقل من أعلى مستوى وصلت إليه الأسعار في الرأس، و ذلك لأن الزيادة في حجم الطلب في هذه المرحلة أقل من الزيادة في حجم الطلب في مرحلة بناء الرأس. بعد ذلك تبدأ الأسعار في الانخفاض ، وبهذا يتشكل الكتف الأيمن .

حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة NECKLINE الذي يمثل التماس لأدنى مستوى سعري للرأس و الأكتاف، وتعد هذه من وجهة نظر الفنيين مؤشرا لتوقيت ملائم لقرار البيع [ هندي ، 1999، ص 240 ] .

### 4-4- الشمعدان الياباني les chandeliers japonais

تقوم هذه الطريقة على تمثيل بياني لسعر السهم، حيث يتم التعبير عن حركات الأسعار من خلال قضيب يمر به خط، إذ أن اللون المستعمل لرسم المستطيل يختلف حسب المستويات النسبية لأسعار الافتتاح والإغلاق. إذا كان سعر الافتتاح أعلى من سعر الإغلاق، يكون المستطيل أسود، وإذا كان سعر الافتتاح أقل من سعر الإغلاق، يكون المستطيل أبيض.

http:// www.analyse-avoirs.com/boockstore/book_options.htm

## المطلب الثاني: قواعد التصفية

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار ، ويقترحون بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق ، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، و يمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء و البيع بالشكل الذي يحقق له – بعد خصم تكلفة المعاملات– عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد . هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية [ حنفي، 2000، ص 219 ] وتوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية:

المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلا ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع. أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية و من بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار و الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم

تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر و أكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت الذي أشار إليه كين [ هندي، 1996، ص 55 ].

يبقى المتوسط المتحرك، والقوة النسبية لسعر السهم، واللذان يمثلان المجموعة الثالثة و الرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات تطرقنا إليها من خلال دراسة التحليل الفني. الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة .

## المطلب الثالث : اختبار الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات.

(+) تعني حركة سعرية زائدة

(-) تعني حركة سعرية بالنقص

(0) صفر تعني عدم وجود حركة

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير [ الدسوقي، 2000، ص 46 ] .

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين ( أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية) هو أنه يمكّننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى و بالإشارة (–) في الحالة الثانية.

بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار. مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير. وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة ( سلسلة الارتباط ، قواعد التصفية ، اختبار الأنماط الطارئة ) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق .

هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، و إلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم [ حنفي، 2000، ص 221 ].

## المبحث الثاني: الصيغة متوسطة القوة والتحليل الأساسي

فرض الصيغة متوسطة القوة يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس. فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفئة والعكس بالعكس [ جبار، 2004، ص 85 ].

انطلاقا من ذلك لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر السهم في هذه الحالة سيعكس فعلا جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه ، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية ، وظروف الاقتصاد الوطني ، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة في حد ذاتها لأنه في كل لحظة، سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة المنشأة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة [STACHOWIAK , 2004, p 71 ]

نستنتج من ذلك أنه لا توجد أي ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل من أجل التوقع بقيمة السهم مستقبلا، لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فانه لن يتمكن من تحقيق أي ربح إضافي.

لأن المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلا في سعر السهم.

ومن ناحية أخرى هناك دراسات كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ، وأن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات ، بما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا السبق ويجنون أرباحا متميزة و لو إلى حد ما. بل وأكثر من ذلك أن دراسة **ستيكل** [ هندي، 1995، ص 509] قد كشفت عن أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ، بل وأنها لا تعكس كافة ما

هو متاح للجمهور من مبيعات . و يبدوا هذا بوضوح في حالة أسهم المنشآت صغيرة الحجم، بما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحا غير عادية على حساب آخرين.

كما كشفت دراسة **بيرس و رولي** [ حنفي، 2000، ص 224- 225 ] بأن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة و في نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق و هو ما يعدّ تأكيدا لصيغة فرض السوق متوسطة القوة. ليس هذا فقط بل أنه اتضح أن أسعار الأسهم لا تستجيب للإعلان عن معلومات اقتصادية متوقعة، وهو ما يعد تأييدا آخر للفرض المذكور. ذلك أن المعلومات المعلن عنها قد انعكست بالفعل على الأسعار. و هو ما يعني أن هناك اختلاف في النتائج المتوصل إليها عند اختبار صيغة الفرض متوسط القوة.

و عموما فانه لاختبار صيغة الفرض متوسط القوة ، يستعمل أسلوب التحليل الأساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية الدولية ، وظروف الاقتصاد الوطني ، بالإضافة إلى ظروف المنشأة المعنية. حيث أن التحليل الأساسي لا يستند إلى الأسعار وإنما إلى الواقع الاقتصادي للمؤسسة.و من هنا يجب على المستثمر أن يقوم بدراسة عدد معين من العناصر ( رقم الأعمال، النتيجة الصافية...) ، وانجاز عدد معين من الحسابات للوصول إلى تقييم صحيح للمؤسسة .

هذا التقييم الذي يتوقف على عدد معين من العوامل مثل:

- حصتها من السوق ؛
- رقم أعمالها ؛
- نتيجة استغلالها؛
- نتيجتها الصافية؛
- محفظة منتجاتها؛

- موظفيها ؛

- إجازاتها ، تراخيصها [ http:// www.edubourse.com/guide/fiche.php?]

وعليه فان التحليل الأساسي يهدف إلى القيام بتنبؤات لما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل، من أجل تحديد قيمتها الحقيقية بناء على العائد و المخاطرة المرتبطة بهذه الورقة المالية ، من خلال إجراء تحليل للظروف الاقتصادية الدولية ، وظروف الاقتصاد الوطني ، ومن ثم تحليل ظروف المنشأة المصدرة للورقة المالية .

على اعتبار أن أي تغير في الظروف الاقتصادية الدولية سيؤثر على ظروف الاقتصاد الوطني ، وسينعكس بدوره على وضعية المنشأة المعنية ، باعتبارها عنصر داخل هذا الاقتصاد .

إن التحليل بهذا الشكل هو ما يعرف بالتحليل من أعلى إلى أسفل، أو التحليل الكلي فالجزئي، حيث تكون نقطة البداية هي تحليل ظروف المنشأة، ليتم بعد ذلك تحليل ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، لينتقل في الأخير إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

سوف نعتمد في دراستنا هذه أسلوب التحليل من أعلى إلى أسفل لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بيعا أو شراء لذلك و عندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من سعر التداول، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء هذه الورقة المالية لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها في السوق في المستقبل. أما إذا كان السعر في السوق أكبر من قيمتها الحقيقية ، فينبغي التخلص منها لتجنب تحقيق خسائر محتملة لأنه يتوقع انخفاض قيمتها السوقية في المستقبل [الدسوقي، 2000 ، ص 51 ] .

التحليل الأساسي يمكن أن يقسم إلى مدرستين كبيرتين، تلك الخاصة بتقييم ممتلكات ( أصول ) الشركة و يكون المبدأ هنا هو اكتشاف أو كشف الشركات، حيث يكون سعر السوق أقل من قيمة تصفية الأصول فيها، ويستخدم هنا تحليل الميزانية.أما المدرسة الثانية فهي تلك الخاصة بتقييم أو تقدير الأرباح

المستقبلية للشركة. المبدأ هنا اكتشاف الشركات أين يكون سعر السوق منخفض مقارنة مع إمكانياتها لتوليد ( تحقيق) أرباح . حيث يستخدم تحليل الربح ، وعناصر أخرى متعددة مثلا كالنسبة P/E العلاقة: الأسعار / الأرباح ) [Introduction à l'analyse fondamentale .http:// www.analyse-avoirs.com ]

وعليه فانه للقيام بالتحليل الأساسي لابد من دراسة العناصر التالية :

- تحليل الظروف الاقتصادية العامة؛
- تحليل ظروف الصناعة؛
- تحليل ظروف المنشأة .

## المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

للاهتمام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة أهمية كبيرة لما لهذه الظروف من تأثير على الاقتصاد الوطني ، ومن ثم على المنشآت التي تعمل داخل هذا الاقتصاد . فحالة الانكماش أو التوسع التي يمر بها الاقتصاد العالمي ستنعكس لا محال على اقتصاديات الدول ، خاصة في إطار التجارة الخارجية .

بمعنى أنه سيتأثر نشاط الشركة المصدرة بوضعية اقتصاد الشركة المستوردة و بمستوى الأسعار في ذلك الاقتصاد . بالإضافة إلى ذلك فإننا سوف نجد فرقا كبيرا بين وضعية منشأة في اقتصاد يمر بمرحلة انتعاش ، عن منشأة أخرى يكون الاقتصاد الوطني فيها يمر بمرحلة ركود أو انكماش. إلى جانب ذلك لا يمكننا أن نتجاهل مدى تأثير العوامل السياسية على اقتصاديات الدول، ذلك لأن الاستقرار السياسي يلعب دورا هاما في جلب الاستثمارات الأجنبية، والتي تساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية و رفع الإنتاج وتحسين نوعيته نتيجة المنافسة.

كما أن للسياسة التجارية أثر كبير على الظروف الاقتصادية للدولة، ومن ثم على منشآت هذه الدولة، من خلال رفع الحواجز الجمركية مثلا، لتشجيع عمليات المبادلات التجارية. لكن يجب الأخذ بعين

الاعتبار كذلك مدى تأثير سعر صرف العملات على اقتصاديات الدول في إطار التجارة الخارجية ( التصدير و الاستيراد) خاصة عند حدوث تقلبات في أسعار الصرف ، الأمر الذي يمكن أن يؤثر ايجابيا أو سلبيا على اقتصاد الدولة ( المصدرة أو المستوردة ) . كما يمكن أن يؤثر على المركز المالي للمنشأة ( المصدرة أو المستوردة) حسب درجة التقلب في أسعار صرف العملات ، ذلك أن الاستيراد بأسعار مرتفعة سوف يدفع بالمنشآت المستوردة إلى البيع بأسعار مرتفعة ، الأمر الذي سوف يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات ومنه انخفاض إيرادات المنشأة ، مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

عموما فان وضعية الاقتصاد الوطني ستؤثر بالضرورة على وضعية المنشآت التي تنشط داخل هذا الاقتصاد . فإذا كان الاقتصاد الوطني يمر بمرحلة انتعاش ( ازدهار اقتصادي) ، فان هذا الوضع سينعكس ايجابيا على وضعية المنشآت ، نتيجة لانخفاض حجم البطالة ، زيادة القدرة الشرائية للأفراد ، وبالتالي زيادة الطلب على منتجات المنشآت ، ومن ثم زيادة حجم مبيعاتها ، و بالتالي زيادة أرباحها ، وهنا سوف يسجل ارتفاع في أسعار الأوراق المالية . في حين نجد العكس تماما في حالة ما إذا كان الاقتصاد الوطني يمر بمرحلة ركود (كساد). إلا أن ما يجب أخذه بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة، هو القيام بدراسة و تحليل مجموعة من العناصر نوجزها فيما يلي:

### 1- السياسة المالية

إن للسياسة المالية للدولة تأثير كبير على أسعار الأوراق المالية. حيث انه وإذا ما رجعنا لمفهوم السياسة المالية للدولة فسوف نجده مرتبط ارتباطا وثيقا بإيرادات ونفقات الدولة. ومن المعروف أن الجزء الأكبر من إيرادات الدولة يتم تحصيله من الضرائب وهذا في الغالبية العظمى من دول العالم.

انطلاقا من ذلك فان ارتفاع معدل الضريبة سوف يؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين الأمر الذي سينتج عنه انخفاض القيمة السوقية للسهم بسبب انخفاض نصيب السهم من الأرباح الموزعة ، والذي يمثل بالنسبة للمساهم العائد المنتظر من اقتنائه لهذا السهم.

كما أن ارتفاع معدل الضريبة المفروضة على الأشخاص الطبيعيين من شأنه أن يؤثر سلبا على القدرة الشرائية للفرد ، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على منتجات المنشآت بالشكل الذي يؤثر على حجم المبيعات ، وبالتالي على حجم أرباحها .

أما إذا لجأت الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على قطاع معين بهدف تشجيع الاستثمار في هذا القطاع ، أو أنها خفضت الضريبة على أرباح الشركات التي تعمل في مناطق جغرافية ذات مناخ معين فان هذا الأمر سوف ينعكس ايجابيا على أسعار الأوراق المالية لهذه الشركات ، وذلك نتيجة لزيادة صافي الربح بعد الضريبة مقارنة مع منشآت أخرى تخضع لمعدل ضريبي مرتفع .

لكن هذا الحكم لا يمكن أن يكون حكما مطلقا لأن تخفيض معدل الضريبة بهذا الشكل- خاصة إذا كان تخفيض معدل الضريبة يمس كل المنشآت – سينتج عنه انخفاض موارد الدولة ، الأمر الذي سيحتم عليها اللجوء إلى إصدار أوراق نقدية( بنكنوت) دون أن يقابلها إنتاج حقيقي ، مما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ( التضخم) . في هذه الحالة يكون تأثير تخفيض معدل الضريبة ايجابي على أسعار الأوراق المالية، إذا كان تأثير تخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثير إصدار أوراق نقدية ، وهنا سوف يسجل ارتفاع في أسعار الأوراق المالية . أما إذا حدث العكس، أي إذا كان تأثير إصدار نقود جديدة أكبر من تأثير تخفيض معدل الضريبة، سوف يسجل انخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية.

و على غرار تناول الضريبة كعنصر من عناصر السياسة المالية والتي تمثل المورد الأساسي للدولة، فلا يمكن تجاهل الإنفاق الحكومي الذي من شأنه التأثير كذلك على السياسة المالية للدولة. حيث يشمل الإنفاق الحكومي عدة مجالات ، وتعتبر مجالات حساسة و إستراتيجية في الاقتصاد ، كالصناعات

الثقيلة ، صناعة الأدوية ، الأسلحة ، البنى التحتية، التعليم ، الصحة ... وغيرها. وعليه فان انخفاض الإنفاق الحكومي في أي مجال من المجالات أو أي قطاع من القطاعات سوف يؤدي إلى انخفاض أرباح المنشآت التي تعمل في هذا القطاع ، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر سلبا على القيمة السوقية لأسهم هذه المنشآت والعكس صحيح . كما أن المنشآت التي تتعامل مع الحكومة كممون ، ستتأثر بمستوى مشتريات الحكومة، بمعنى أن الزيادة في الطلب على منتجات هذه المنشأة من طرف الحكومة سوف يؤدي إلى زيادة إيراداتها ومن ثم أرباحها ، وبالتالي زيادة القيمة السوقية لأوراقها المالية .

أما في حالة وجود عجز في ميزانية الدولة ، بمعنى أن النفقات الحكومية تفوق إيراداتها، فان هذا سيؤدي إلى زيادة طلب الدولة على القروض ، الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع معدلات الفائدة ، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .

**2- السياسة النقدية**

تتمثل السياسة النقدية في الإجراءات و الأساليب التي تتخذها الدولة – من خلال البنك المركزي – لتحديد كمية النقود المتداولة في الاقتصاد ، وذلك من خلال تحديد كمية الاحتياطي النقدي للبنوك التجارية بالإضافة إلى تحديد حجم ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي ، وأيضا حجم النقود المتداولة بين الأفراد ( المعروضة في الاقتصاد) . إذ تتم زيادة عرض النقود ، أو سحب الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال تحديد معدل الفائدة . فرفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة ، سوف يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل في المنشأة ، هذه التكلفة الزائدة سوف تظهر في أسعار بيع منتجات هذه المنشأة ، الأمر الذي سيقلل من حجم الطلب على هذه المنتجات ،ومن ثم انخفاض حجم أرباحها، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .هذا من جهة ، ومن جهة ثانية فان ارتفاع معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على أدوات الاستثمار قصيرة الأجل ( السندات قصيرة الأجل )، وفي المقابل سينخفض

طلب على أدوات الاستثمار طويلة الأجل ( الأسهم و السندات طويلة الأجل) مما يؤدي إلى انخفاض قيمة السوقية للسهم .

ولأن التقليل من عرض النقود من شأنه أن يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي حيث أنه يؤدِي إلى انخفاض حجم الاستثمارات، انخفاض الإنتاج ، ارتفاع معدل البطالة ، انخفاض الطلب ، ارتفاع الأسعار، انخفاض حجم مبيعات المنشأة، انخفاض أرباحها ، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للسهم .

في المقابل نجد أنه من أجل تحقيق النمو الاقتصادي و رفع أداء الاقتصاد يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات ، ومن ثم امتصاص البطالة ، تحسن القدرة الشرائية للفرد، زيادة الطلب ، زيادة المبيعات ، زيادة أرباح المنشأة ، زيادة توزيعاتها ، ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للسهم . انطلاقا من ذلك نستنتج أن التقليل من عرض النقود يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم ، في حين أن زيادة الكمية المعروضة من النقود سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم . لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه في حالة زيادة الكمية المعروضة من النقود رغم أنها تساهم في زيادة القيمة السوقية للسهم ، إلا أنها قد تؤدي كذلك إلى حدوث التضخم ، وبالتالي فان هذه الزيادة في القيمة السوقية للسهم قد لا تكون زيادة حقيقية . أضف إلى ذلك أن حدوث التضخم قد يدفع بالمساهمين إلى المطالبة بزيادة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار ، وهو الأمر الذي سيؤثر على القيمة السوقية للسهم انخفاضا.

### 3- معدل التضخم

إن زيادة معدل التضخم يقصد بها زيادة المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، هذه الزيادة في معدل التضخم ينتج عنها انخفاض في القيمة السوقية للسهم، على أساس أن المساهمين يطالبون في هذه الحالة بزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، في محاولة منهم لحماية حقوقهم ، وهو الأمر الذي

يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .إذ يبين **كيران KERAN** [ النابلسي، 1997، ص 60] أن التضخم و الأسعار الحقيقية للأسهم يسيران إما باتجاه معاكس ، أو باتجاه متواز، ولكن لا يسيران حتما باتجاه واحد . بمعنى أن ارتفاع حدة معدلات التضخم لا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار الحقيقية للأسهم وإنما يخفضها أو لا يمارس أي تأثير عليها.

وهنا يأتي دور البنك المركزي الذي يعمل في هذه الحالة على زيادة معدلات الفائدة ، من أجل سحب الكتلة النقدية الزائدة في الاقتصاد ، والتي تسببت في حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار. و عليه فان الرفع في معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض ، و بالتالي ارتفاع أسعار منتجات المنشآت المعنية و انخفاض مبيعاتها ، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض حجم الأرباح التي تقدمها المنشأة في شكل توزيعات ، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .

أضف إلى ذلك أن النظام الضريبي الذي تتم في ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول التاريخية بدلا من تكلفة إحلالها، من شأنه أن يؤدي في فترات التضخم إلى انخفاض في القيمة الحقيقة لأرباح المنشأة، و انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية. ذلك لأن قيمة قسط الإهتلاك الدفترية ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه ، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي و يؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية، وما ينطبق على الأصول الثابتة ينطبق كذلك عل المخزون في ظل إتباع الوارد أولا صادر أولا FIFO [ هندي ، 1999 ، ص 166 ] .

و من جانب آخر هناك بعض الأسهم العادية التي يمكن أن تلائم أيضا البيئة التضخمية ، فالشركات التي تمتلك كميات كبيرة من الموارد المادية ( مثل البترول و المعادن والأرض ) تزدهر في فترات التضخم و ذلك لأن قيمة أصولها تزيد مع الزيادة العامة في الأسعار . و القيمة الحقيقية لهذه الأصول

عادة ما يتم إخفاؤها عن المستثمرين لأن المنشآت تقيد الأصول في ميزانياتها العمومية بسعر التكلفة وليس بالقيمة السوقية الجارية [ عبد العال ، 2002 ، ص 29 ].

عموما فان حدوث التضخم يرافقه غالبا ارتفاع في معدلات الفائدة، لذلك من المنطقي على المستثمر التخلص من الأوراق المالية طويلة الأجل، وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل أو ذات العوائد الثابتة. كما يفضل كذلك الاستثمار في الأصول التي تشهد ارتفاع في قيمتها السوقية، مع حدوث التضخم، كالسيارات، المباني، الأراضي، المعادن..الخ. و يستحسن الاستثمار في الأوراق المالية للمنشآت التي تحتوي على أصول تزداد قيمتها طرديا مع زيادة معدل التضخم .

## 4- حجم الناتج القومي

حجم الناتج القومي هو عبارة عن مقياس للإنتاج الكلي من السلع والخدمات. فالنمو السريع في هذا المؤشر دليل على النمو الاقتصادي مع فرصة عالية لزيادة مبيعات الشركة [ حنفي ، 2000، ص 262 ]

## 5 – مستوى التشغيل

يقاس مستوى التشغيل أو بالمقابل معدل البطالة بقسمة عدد البطالين على العدد الإجمالي للعاملين ، حيث كلما زاد هذا المعدل دل ذلك على زيادة نسبة البطالة في الاقتصاد ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للفرد ، بالشكل الذي يؤثر على حجم الطلب ، وبالتالي على مبيعات المنشأة ، وهو ما سينعكس سلبيا على أرباحها وبالتالي على حجم توزيعاتها ، مما يؤدي أيضا إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم ، والعكس صحيح . حيث كلما انخفض هذا المعدل كلما دل ذلك على ارتفاع مستوى التشغيل في الاقتصاد ، وهو ما سينعكس ايجابيا على حجم الطلب ، مبيعات المنشأة ، أرباحها ومن ثم القيمة السوقية للسهم .

## 6- الدورات التجارية

يقصد بالدورات التجارية مراحل النمو ، والانكماش والكساد و الركود التي يمكن أن يمر بها الاقتصاد . أخذا بعين الاعتبار أنه ليس هناك انتظام بين كل دورة وأخرى أو بعبارة أخرى ليس هناك مدة محددة لطول كل مرحلة.

### 6-1- الانكماش

يقصد بالانكماش حدوث هبوط في المستوى العام للأسعار ، أي أنه الحالة العكسية لحالة التضخم، حيث يصاحب انخفاض المستوى العام للأسعار انخفاض معدلات الفائدة و ارتفاع أسعار السندات لذلك يكون من الأفضل الاستثمار في الأصول المالية طويلة الأجل ( السندات)، خاصة إذا كانت هذه السندات صادرة عن الحكومة و المنشآت ذات المراكز المالية القوية.

و مع ذلك فنظرا لأن الكثير من المنشآت سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة، وهبوط في هوامش الربح فان أسهم منشآت عديدة قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش. و من هنا فان الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية [ حماد ،2002 ، ص 31 ].

### 6-2- الكساد و الركود الاقتصادي

تتصف فترات الكساد و الركود الاقتصادي بارتفاع نسبة البطالة ، وانخفاض حجم الطلب ، لذلك تجد المنشآت صعوبة في تصريف منتجاتها ، لذلك و للخروج من مرحلة الكساد و الركود و الدخول في مرحلة التوسع تقوم الدولة باتخاذ جملة من الإجراءات المالية والنقدية ، من أجل تحريك عجلة الاقتصاد. حيث يقوم البنك المركزي، من خلال السياسة النقدية بتخفيض معدل الفائدة، من أجل تشجيع الاستثمار، وذلك بتسهيل شروط منح الائتمان، كما تقوم بزيادة كمية النقود المتداولة. كما

تقوم الدولة في إطار السياسة المالية، بتخفيض معدل الضريبة، هذا من جهة، ومن جهة ثانية، تقوم بزيادة الإنفاق الحكومي. كل هذه الإجراءات مجتمعة ستساهم في زيادة حجم الاستثمار مما يؤدي إلى امتصاص البطالة ، وزيادة القدرة الشرائية للفرد ، ومن ثم زيادة الطلب بالشكل الذي يساهم في زيادة مبيعات المنشآت ومن ثم أرباحها .

كما أن تخفيض معدل الضريبة سيزيد كذلك من صافي الربح بعد الضريبة وبالتالي زيادة التوزيعات التي تقوم بها المنشأة ، وهو ما سيؤدي إلى رفع القيمة السوقية للسهم . غير أن هذا الحكم لا يمكن أن يكون مطلقا على جميع المنشآت ، ذلك أن هناك منشآت لا يمكنها أن تحقق نتائج جيدة حتى في فترات التوسع ، كذلك لا يمكن القول أن جميع المنشآت تستفيد من الإعفاء الضريبي ، وحتى وان حصل ذلك فمن يضمن أن تستفيد جميع المنشآت من نفس معدل الإعفاء من الضريبة . و على العموم و في هذه الحالة ، فانه يكون من الأنسب الاستثمار في الأصول المالية طويلة الأجل ، وخاصة الأسهم العادية ، خاصة بالنسبة للمنشآت التي انعكست عليها السياسة المالية و السياسة النقدية ايجابيا .

### 6-3- النمو الاقتصادي

مما سبق ، تم استنتاج أن أسعار الأوراق المالية تتأثر بشكل كبير بوضعية الاقتصاد ، حيث تنخفض في فترات الكساد و الركود الاقتصادي و ترتفع في فترات النمو و الازدهار . و لكن ما يجب أن نشير إليه فقط هو أن الاختلاف بين التوسع الاقتصادي، والنمو الاقتصادي يتمثل في كون الأول يعتبر مرحلة انتقالية من الركود والكساد إلى النمو، وهي مرحلة قصيرة إذا ما قورنت بمرحلة النمو التي تدوم لفترة أطول. و المعروف انه في مرحلة النمو الاقتصادي يعرف الاقتصاد ارتفاع في مستوى النشاط الاقتصادي ، فيزداد حجم الاستثمارات ، ويزيد حجم الإنتاج ، ينخفض مستوى البطالة، يزداد الطلب ، ويزداد حجم مبيعات المنشأة و بالتالي أرباحها ، مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم .

لكن هذا لا يعني أن جميع المنشآت سوف تحقق هذه الزيادة في القيمة السوقية لأسهمها في مرحلة النمو الاقتصادي، لذلك يجب على المستثمر أن يختار المنشآت ذات المراكز المالية القوية والتي تحقق نموا متزايدا في أرباحها طيلة فترة الانتعاش الاقتصادي.

عموما فانه لا يمكن أبدا تجاهل تأثير الظروف الاقتصادية العامة على أسعار الأوراق المالية، فعلى المستثمر القيام بدراسة و تحليل هذه الظروف تحسبا لأي تغير قد يحدث و ينعكس على سعر السهم.

كل هذا من أجل تحديد التوقيت المناسب لشراء أو بيع الورقة المالية المناسبة، وذلك من خلال دراسة السياسة المالية، السياسة النقدية، معدل التضخم، حجم الناتج القومي، مستوى التوظيف، والدورات التجارية. و بما أن كل منشأة تعمل داخل قطاع اقتصادي معين ( صناعة معينة)، فإنها ستتأثر لا محال بظروف هذا القطاع أو الصناعة. معنى ذلك أنه من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب لا يمكن الاعتماد فقط على تحليل ظروف الاقتصاد ككل فقط ، بل يجب أن يمتد هذا التحليل كذلك إلى ظروف الصناعة أو القطاع المعني ، لما لهذه الظروف من تأثير على القيمة السوقية للسهم.

و من ثم يتم اختيار القطاعات أو الصناعة الواعدة داخل ظروف اقتصادية معينة للاستثمار في الأوراق المالية للمنشآت التي تعمل داخل هذه الصناعة.

## المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، و بالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المنشآت التي تنتمي إليها. خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة [ السوقي ، 2000 ، ص 56] .

لكن قبل إجراء تحليل للصناعة، فانه من الضروري أولا تصنيف هذه الصناعات، بمعنى يجب تمييز كل صناعة عن الأخرى وفق معايير معينة. فحسب معيار الملكية يمكن التمييز بين الصناعات التي تكون مللك للدولة، والصناعات التي تكون ملك للخواص، بالإضافة إلى الصناعات إلى تكون ملكيتها مختلطة، أي ملك للدولة والخواص معا. أما من حيث طبيعة المنتجات ، فيمكن أن التمييز بين الصناعات على أساس طبيعة المنتجات التي تنتجها كل صناعة ، كصناعة السيارات ، وصناعة الملابس ، السلع الغذائية، الأجهزة الكهرومنزلية وغيرها . لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه يمكن أن توجد في صناعة واحدة ( قطاع واحد) منشآت لاتنتج نفس المنتجات ( هذا من أجل قياس حدة المنافسة بين المنشآت في نفس القطاع ) . كما يمكن أن توجد منشآت تنتمي لصناعات معينة تنافس منشأة تنتمي لصناعة مختلفة، رغم أنها تنتج منتجات مختلفة، هذا راجع لكون هذه السلع رغم اختلافها في الخصائص إلا أنها تلبي نفس الحاجة عند المستهلك. كل هذه الأمور يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الصناعة من أجل تحديد الصناعات التي تحقق نموا، ومن ثم تحديد المنشآت القوية داخل هذه الصناعة. ولا يقتصر دور المحلل في هذه المرحلة على تعريف الصناعة ، بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية ، وفي هذا الصدد يمكن تصنيف الصناعات إلى صناعات متنامية ، وصناعات مرتبطة بالدورات ، وصناعات دفاعية ، ثم صناعات متنامية ومرتبطة أيضا بالدورات ، وأخيرا صناعات متدهورة [ هندي ، 1999 ، ص 167 ].

و يقصد بالصناعات المتنامية ، تلك الصناعات التي تحقق معدلات نمو أكبر من معدل نمو الاقتصاد مثل الصناعات المرتبطة باستعمال التكنولوجيا المتطورة . أما الصناعات المرتبطة بالدورات، فهي تلك الصناعات التي تتأثر بطبيعة الدورة التجارية بشكل كبير، فنجد هذه الصناعات تحقق حجم مبيعات كبير في فترات الازدهار و النمو الاقتصادي، بينما ينخفض حجم مبيعاتها بشكل كبير في فترات الركود أو

الكساد. و كمثال على هذه الصناعات لدينا صناعة السيارات، الآلات و التجهيزات المعمرة ( التي تدوم طويلا) كالثلاجات، الكمبيوتر، المباني ( السكن )، التلفاز ... الخ.

و من هنا نجد أن الطلب على الأوراق المالية للمنشآت التي تعمل داخل الصناعات المرتبطة بالدورات التجارية تنخفض في فترات الركود ، بينما يحدث العكس في فترات النمو الاقتصادي ، وهذا نظرا لارتفاع حجم مبيعاتها في هذه الفترة ، وما ينجم عنه من ارتفاع في حجم توزيعاتها .

و فيما يخص الصناعات الدفاعية ، فيمكن تعريفها بأنها الصناعات التي تحقق نموا وازدهارا إذا ازدهر الاقتصاد ، لكنها في مرحلة الانكماش فإنها تنكمش بمعدل أقل من معدل انكماش الاقتصاد ، ذلك لأنها تختص في إنتاج السلع الضرورية التي لا يمكن الاستغناء عنها ، كالطعام ( المنتجات الغذائية ) ، الأدوية ، الملبس ، الخدمات الصحية ...الخ .

أما الصناعات المتنامية و المرتبطة بالدورات، فكما يبدو من تسميتها هي الصناعات التي تجمع بين خصائص الصناعات المتنامية و الصناعات المرتبطة بالدورات في آن واحد.و من الأمثلة على تلك الصناعات: خطوط الطيران، ففي الظروف العادية يسير نمو تلك الصناعة بنفس معدل نمو الاقتصاد في الدولة ، وفي الظروف غير العادية يتفوق معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد القومي ، و هو ما يحدث في حالة ظهور أنواع مستحدثة من الطائرات ، تسهم في تخفيض تكلفة السفر أو تحقيق راحة أكبر للمسافر أو الميزتين معا [ هندي ، 1999 ، ص 169] .

تبقى الصناعات المتدهورة و هي الصناعات التي تعرف اتجاها نحو التراجع و الزوال حيث أنها تحقق معدلات نمو أقل من معدل نمو الاقتصاد ، مثل صناعة الأواني الفخارية النقش على الخشب أو على النحاس ، الصناعات اليدوية ( التقليدية) عموما .

بعد تعريف الصناعة و تصنيفها تأتي مرحلة تحليل الصناعة، ومن أجل القيام بذلك هناك مجموعة من العناصر التي لا يمكن تجاهلها عند القيام بهذا التحليل وهي:

## 1- حجم المبيعات

لعل أول ما يلفت الانتباه عند المفاضلة بين عدة صناعات من أجل اختيار الصناعة الواعدة للاستثمار في أسهم المنشآت المميزة فيها، هو حجم مبيعاتها وحجم أرباحها. لذلك سيكون من المهم دراسة تطور حجم المبيعات و الأرباح في الماضي، حتى تتمكن من التوقع بها في المستقبل. حيث أن التمكن من تحديد معدل نمو المبيعات في الماضي والحاضر سيسهل عملية تحديد المرحلة التي تمر بها الصناعة (مرحلة انطلاق، مرحلة ثبات النمو، مرحة النضوج مرحلة التدهور والتراجع).

كما أن التمكن من تحديد المرحلة التي تمر بها الصناعة حاليا، سوف يساعد على التوقع بالمرحلة المستقبلية ويجعله أمرا يسيرا، وعلى أساس طبيعة هذه المرحلة يمكن اتخاذ القرار الاستثماري المناسب. هذا بالإضافة إلى أن استقرار معدل نمو مبيعات الصناعة من شأنه أن يخلق نوع من الاطمئنان لدى المستثمر ، في حين أن عدم استقرار هذا المعدل سوف يؤدي إلى النفور من هذه الصناعة نتيجة لزيادة مخاطر الاستثمار في أسهم المنشآت التي تعمل داخل هذه الصناعة .

تجب الإشارة كذلك إلى أن زيادة مبيعات صناعة معينة لا تعني بالضرورة زيادة أرباحها لأن هذا الأمر يتوقف على حجم التكاليف الثابتة و المتغيرة. و بصورة خاصة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة، حيث أن انخفاض التكاليف الثابتة يساهم بصورة أكبر في زيادة هامش الربح، أو التقليل من الخسارة خلال فترات الكساد أو الركود.

إضافة إلى ذلك يقترح **هيونج** و **رندال** أن يركز التحليل على المجالات الآتية:

1 – التكاليف و خاصة تكاليف العمالة، وتكاليف المواد الخام، وتكاليف الصناعة، والتكاليف الإدارية.

2- إنتاجية العامل و معدل الزيادة في تكلفة العمالة للوحدة أو الساعة.

3- معدل الزيادة في أسعار المنتجات .

4- معدل دوران الأصول الذي يكشف عن قدرة الأصول على توليد المبيعات [ هندي ، 1999، ص 170] ، وذلك من أجل التحكم في التكاليف ، حتى لا تؤثر بالسلب على زيادة حجم المبيعات .

## 2- حجم الطلب وحجم العرض

العرض هو المصطلح المستخدم للإشارة إلى إمكانية توفير السلع في السوق الخاص بها إلى العملاء الذين يريدون و يرغبون في اقتنائها و الجهة الموفرة لهذا المنتج هي الشركة المنتجة.

و إذا انتقلنا إلى تعريف مصطلح الطلب فسنجد أن الطلب يشير إلى الرغبة في، والمقدرة على شراء سلعة من السلع ...

و الطلب هو علاقة تناسب مباشر ، بمعنى أن أي زيادة في معدل الطلب تؤدي مباشرة إلى زيادة حجم العرض ، ولكن إذا لم تستطع الشركة الموفرة للسلعة سد هذه الزيادة في الطلب تكون النتيجة الزيادة في الأسعار[http://www.arabfinance.com/arabic/privacy/defaut.aspx ] لذلك على القائم بالتحليل الأساسي أن يتعرف على حجم الطلب على منتجات الصناعة، بمعنى هل هي من الصناعات التي تعرف طلبا متزايدا على منتجاتها، أم أن حجم الطلب على منتجاتها مستقرا، أم أنه يتجه نحو الانخفاض.

في نفس الوقت سيكون من الضروري معرفة قدرة الصناعة على مواجهة الطلب ، خاصة إذا كان حجم الطلب على منتجات صناعة معينة في تزايد مستمر، لأن عدم قدرة هذه الصناعة على زيادة طاقتها الإنتاجية ، وبالتالي عدم قدرتها على مواجهة الطلب المتزايد ، من شأنه أن يؤثر سلبا على حصتها

السوقية ، نتيجة لظهور منافسين جدد في هذه الصناعة، مما يؤثر سلبا على مبيعات وأرباح باقي المنتجين أو المنشآت ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأوراقها المالية ( لأسهمها) .

### 3- المنافسة

يعد عنصر المنافسة عنصرا مهما يجب دراسته عند القيام بتحليل الصناعة و هذا من أجل تحديد المنشآت التي تملك قوة تنافسية في صناعة معينة، و التي يمكنها من خلال مركزها أن تضمن البقاء والاستمرار. و قد تنشأ المنافسة بين المنشآت القائمة و منشآت دخلت الصناعة حديثا . ففي الحالة الأولى تتحدد درجة المنافسة بعدد المنشآت المتنافسة، حيث كلما زاد عدد المنشآت التي تكون متقاربة في الحجم و تعمل داخل صناعة واحدة بما فيها الشركات الأجنبية، كلما زادت حدة المنافسة. كما أنه إذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة كساد ، فان هذا الأمر من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة المنافسة ، حيث تعمل المنشآت على تخفيض الأسعار من أجل الحفاظ على / أو زيادة حصتها السوقية.

أضف إلى ذلك أن ارتفاع التكاليف الثابتة ، يدفع بالمنشآت إلى العمل على استغلال طاقتها الإنتاجية إلى أقصى حد ممكن ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التكاليف ، وبالتالي السعر ، مما يزيد من قوتها التنافسية .

أما في الحالة الثانية، وهي حالة دخول شركات جديدة للصناعة، فهناك مجموعة من العناصر التي يجب أخذها بعين الاعتبار، التي قد تشكل عائق أمام دخول المنشآت الجديدة للصناعة.

أول هذه العناصر هو طبيعة منتجات الصناعة، ذلك أن المنشآت القائمة أصلا لها زبائنها، ولها اسمها في السوق، وبالتالي فانه من الصعب على منشأة جديدة أن تفرض منتجاتها الجديدة على زبائن لهم قناعة سابقة بجودة منتجات المنشآت القائمة. أضف إلى ذلك السعر المنخفض، هذه الميزة التي يعتقد انه لن تتمكن منشأة جديدة من تحقيقها بسهولة، نظرا لارتفاع تكاليفها، لأنها في مراحلها الأولى.

كما أن مصاريف الدعاية و الإعلان التي تحاول من خلالها المنشأة القائمة جذب بعض الزبائن. هذه العوامل مجتمعة تقلل من حدة منافسة المنشآت الجديدة .

العامل الثاني هو عامل التكلفة ، و يقصد بذلك قدرة المنشآت القائمة على التحكم في التكاليف ، حيث تعمل على إنتاج أكبر عدد ممكن من الوحدات أو الكميات بأقل تكلفة ممكنة ، ومن ثم فإنها ستتمكن من التحكم في سعر البيع الذي يضمن لها تصريف منتجاتها ، و المحافظة على حصتها السوقية. هذه القدرة على التحكم في التكاليف يمكن أن تنشأ من شهرة المنشأة و اسمها التجاري ، قدرتها على التفاوض مع الموردين ومن ثم التحكم في تكاليف التموين ، قدرتها على التفاوض مع البنوك ، إضافة إلى مركزها ووضعها في السوق ، وهو ما يسمح لها بالتحكم في تكاليف الاقتراض ، أو نتيجة لامتلاكها لبراءات الاختراعات . هي كلها أمور لا يمكن أن تحققها منشأة جديدة وهو ما يحد من دخولها إلى الصناعة مما يخفض من حدة المنافسة، و بالتالي زيادة معدلات العائد بالنسبة للمنشآت القائمة أصلا.

العائق الثالث يرجع إلى طبيعة الصناعة في حد ذاتها، ذلك أن هناك نوع من الصناعات التي تقوم على فكرة اقتصاديات الحجم ، بمعنى أن بقاء واستمرار المنشأة في هذا النوع من الصناعات يتوقف على قدرتها على إنتاج أكبر كمية ممكنة من الإنتاج تسمح بتغطية التكاليف ، و تحقيق هامش ربح ، وهذا الأمر ينطبق خاصة على الصناعات الثقيلة ، كصناعة الطائرات ، صناعة السيارات ...الخ. و منه فان خاصية هذه الصناعة في حد ذاتها تحد من دخول منشآت جديدة ، إلا في حالة ما إذا كانت هذه المنشآت الجديدة ذات مراكز مالية قوية ، تسمح لها بالإنتاج بكميات كبيرة ، وتغطية التكاليف ، وتحقيق الأرباح ، غير أن هذا الأمر صعب التحقق .

## 4- أثر المتغيرات الاجتماعية

هناك تداخل وتكامل بين العامل الاقتصادي و العامل الاجتماعي ، حيث أن كل منهما يؤثر ويتأثر بالآخر . لذلك لا يمكن تجاهل تأثير العامل الاجتماعي على الصناعة، حيث أن العادات و التقاليد والمعتقدات الدينية لها دور في تحديد الطلب على منتجات الصناعة. إذ نجد أنه نتيجة لعادات أو تقاليد معينة الطلب على منتج معين يزيد في فترة معينة، لينخفض في فترة أخرى. كما أنه نتيجة للمعتقدات الدينية لشعب معين، لا يمكن لمنشأة أن تقوم بطرح منتجات غير مقبولة دينيا في هذا البلد، وهو الأمر الذي من شأنه أن يهدد بقاء واستمرار هذه المنشأة. كذلك فان المستوى الثقافي في بلد ما من شأنه أن يؤثر على نوعية المنتجات التي يطلبها الأفراد في هذا البلد ، أي أنه يؤثر على أسلوب معيشة الأفراد فيه.

جانب آخر لا يقل أهمية و المتمثل في كيفية توزيع السكان بين المناطق و الذي يعد من العوامل التي تؤثر في الصناعة ، ذلك لأنه من غير المنطقي أن تنشأ مؤسسات خدمية في مناطق غير آهلة بالسكان ، و هذا لأن طبيعة نشاط هذه المنشآت يحتم عليها التواجد في مناطق الكثافة السكانية .

هذه العوامل وغيرها التي تدخل في نطاق المتغيرات الاجتماعية يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الصناعة ، لأنها كلها أمور تؤثر على نشاط أي منشأة ، وعلى تصريف منتجاتها ، ومن ثم على أرباحها وعلى القيمة السوقية لأسهمها .

## 5- طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة

على المحلل أن يولي اهتمام كذلك لطبيعة المنتج، ودرجة التطور التكنولوجي الذي قد يمس الصناعة، لما لها من تأثير على مبيعات هذه الصناعة و من ثم على أرباحها و على القيمة السوقية لأسهمها. و في هذا الصدد يشير **ستيفنس** و **جننقز** (STEVENSEN& JENNINGS) إلى ضرورة تحليل العلاقة بين

حجم الطلب على المنتج ، ونصيب المنتج من متوسط دخل الفرد . ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومي ، ومن الأمثلة على ذلك الحاسوب الذي اقتحم العديد من بيوتنا ، وفي طريقه لاقتحام المزيد منها ، الثلاجات ، أجهزة التلفاز ، الفيديو [ هندي، 1999، ص 172. 173 ] .

يجب التعرض بالدراسة كذلك للمستوى التكنولوجي للصناعة ، و ذلك بقياس درجة إحلال العامل بالآلة ، ودرجة تطور هذه الآلة ، من أجل توضيح مدى تأثير التطور التكنولوجي على نشاط المنشأة .

حيث من الصعب جدا أن تتمكن منشأة تعتمد كثيرا على العمال في نشاطها من الصمود في وجه المنافسة الشديدة التي تفرضها منشآت تعتمد على تكنولوجيا عالية. هذا من جهة، ومن جهة ثانية يمكن كذلك في إطار هذه الدراسة قياس مرونة الطلب على منتجات صناعة معينة. و يقصد بمرونة الطلب، مقدار التغير في الطلب عندما يتغير دخل الأفراد، حيث إذا كان الطلب على منتج معين مرن، هذا يعني أنه عندما يزيد الدخل مثلا فان الزيادة في الطلب ستكون بمعدل أكبر من الزيادة في الدخل و العكس صحيح. أي في حالة انخفاض الدخل سينخفض الطلب بمعدل أكبر من انخفاض الدخل، مثل الطلب على المنتجات الترفيهية. أما الطلب الغير مرن، فهو الطلب الذي يتغير بنفس معدل تغير الدخل، مثل الطلب على الأدوية أو الخدمات الصحية عموما.

انطلاقا من تحليل هذه العناصر يمكننا اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ، بالاستثمار في الصناعة المناسبة ، ثم المنشأة المناسبة .

### 6- تأثير الحكومة

يجب على المستثمر أن يدرك أن تدخل الدولة أو الحكومة لن يكون بنفس الدرجة في جميع القطاعات أو الصناعات ، حيث أن هذا التدخل يتفاوت من صناعة لأخرى ، لذلك نجد أن أكثر القطاعات التي

تتدخل فيها الدولة هي القطاعات الإستراتيجية ، صناعة الأسلحة ، صناعة الأدوية ، الصناعات الثقيلة، قطاع البنوك ...الخ . و يمكن القول أن لتدخل الحكومة جانبين أحدهما ايجابي و الآخر سلبي، حيث يتمثل الجانب السلبي في تحديد الأسعار، إذ غالبا ما تتدخل الدولة في تحديد أسعار بعض المنتجات، حتى تكون في متناول غالبية الأفراد، والهدف من ذلك تلبية متطلبات المجتمع، وتحقيق المصلحة العامة . هذا العامل يعتبر سلبي بالنسبة للمنشأة لأنه قد يحد من إيراداتها.

أما الجانب الإيجابي لتدخل الحكومة ، فقد يكون بتشجيع بعض الصناعات ، وهذا بتخفيض معدلات الضريبة، أو بالإعفاء الضريبي في بعض المناطق، أو بفرض رسوم جمركية على الصناعات المنافسة، وبربط علاقات شراكة بين دول أخرى لها خبرات وإمكانيات عالية في مجال صناعة معينة بالشكل الذي يمكن من الاستفادة من هذه الخبرات في إطار هذه الشراكة .

## 7- دورة حياة الصناعة

يفيد تحليل دورة حياة الصناعة المستثمر في تحديد المرحلة التي تمر بها الصناعة، من أجل التنبؤ بأرباحها المستقبلية، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب. فكما يمر الإنسان بمراحل في حياته، الطفولة، الشباب، النضوج، الهرم أو الشيخوخة، تمر الصناعة كذلك بمراحل تقسم عموما إلى أربع مراحل رئيسية هي: مرحلة الانطلاق أو الظهور، النمو السريع، النضوج، الأفول أو الاستمرار.

### 7-1- مرحلة الانطلاق أو الظهور

هي مرحلة الانطلاق في إنتاج منتج جديد ، أو هي المرحلة التي يظهر فيها منتج جديد أو صناعة جديدة للوجود و تكون عادة مبيعات المنشأة من هذا المنتج في هذه المرحلة ضعيفة وفي بعض الأحيان تكون معدومة ، لذلك تبذل المنشأة في هذه الحالة جهود كبيرة للإعلان ، والإشهار لهذا المنتج الجديد .

كما تحاول إدخال تحسينات عليه ، سواء من حيث الشكل أو حتى من حيث النوعية حتى تجلب زبائن لهذا المنتج .

## 7-2- مرحلة النمو السريع

خلال هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج أو الخدمة و يزداد الطلب بصورة كبيرة ، كما يواجه العدد المحدود من الشركات في هذه الصناعة منافسة قليلة و تكون هوامش الربح مرتفعة جدا، و هذا المستوي المرتفع للأرباح سوف يجذب عددا من المنافسين و الدخلاء الجدد، وفي المعركة التنافسية التالية سوف تضطر بعض الشركات إلى الخروج من هذه الصناعة [ حماد ، 2002، ص 68 ].

حيث نجد في هذه المرحلة أن المنشأة تعمل على الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح المحققة في شكل احتياطي لإعادة استثماره، سواء في مجال شراء آلات ومعدات جديدة، أو لتوسيع مخازنها وغيرها من المجالات لزيادة نموها. كما تلجأ المنشآت للاقتراض لزيادة سيولتها ، غير أن زيادة حجم المبيعات في هذه المرحلة سيشجع منشآت كثيرة على الدخول لهذه الصناعة ، مما يؤدي إلى زيادة العرض. هذا الأمر سينتج عنه انخفاض في الأسعار ، وبالتالي انخفاض في حجم الأرباح.

انطلاقا من ذلك ستجد بعض المنشآت صعوبة كبيرة في الاستمرار ، وهو الأمر الذي يتحقق مع نهاية فترة النمو السريع ، حيث أن العرض الكبير في هذه المرحلة سوف يغطي الطلب على منتجات هذه الصناعة، بمعنى أن هذه المرحلة ستصل إلى حالة الإشباع أو تشبع السوق ( تشبع نسبي ) .

## 7-3- مرحلة النضوج

و هي تعتبر أطول مرحلة في دورة حياة المنتج ، وفي هذه المرحلة يتشبع السوق تماما بمنتجات الصناعة ، ويكون معدل نمو الصناعة يعادل معدل النمو الاقتصادي الكلي ( أو أن يكون معدل نمو الصناعة يعادل معدل نمو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الصناعة) كما أن معدل نمو الصناعة يكون

أقل من معدل نمو الدخل القومي . أضف إلى ذلك زيادة حدة المنافسة بين المنشآت في هذه المرحلة، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالتالي انخفاض الأرباح بالتبعية، لكن هذا الانخفاض يكون بمعدل أقل من الانخفاض في الأرباح المسجل في مرحلة النمو السريع ، وهو ما سيسمح للمنشآت بالاحتفاظ بمقدار من السيولة، تستعمله في إجراء توزيعات نقدية ، أو تسديد قيمة ما اقترضته المنشأة في مرحلة النمو السريع .

## 7-4- مرحلة الاستقرار أو التراجع

في هذه المرحلة يكون معدل نمو الصناعة أقل من معدل النمو الاقتصادي ( معدل النمو في الاقتصاد العام ) . و عادة ما تختلف سمات المرحلة الأخيرة من صناعة إلى أخرى فقد تتسم هذه المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة على مستوى الصناعة و على مستوى المنشآت المكونة لها، دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الأفول. أما الأرباح فتحقق قدرا من النمو لا يتجاوز معدل التضخم. غير أن الموقف قد يختلف في صناعات أخرى، إذ قد تتعرض لتدهور في عدد الوحدات المباعة، وذلك إذا ما تعرض المنتج للتقادم نتيجة لظهور منتجات أخرى بديلة [ هندي، 1999، ص 177]. وهنا لا يبقى أمام المنشآت من أجل المحافظة على بقائها و استمرارها إلا البحث في تحسين جودة و نوعية منتجاتها، أو إنتاج منتجات جديدة منافسة.

و عليه ومن خلال العرض العام و المختصر لمراحل دورة الصناعة ، فانه يمكن القول أن تحليل هذه المراحل و دراستها ستمكن المحلل من تحديد المرحلة التي تمر بها صناعة معينة، ومن ثم التوقع بالربح الممكن تحقيقه و معدل نمو هذا الربح على مستوى هذه الصناعة ، وهو الأمر الذي يسمح باتخاذ القرار بالاستثمار في أسهم منشآت صناعة ما من عدمه . و غالبا ما يفضل الفرد الاستثمار في صناعة تمر بالمراحل الأولى، في حين ينفر من الصناعات التي تكون في مراحلها الأخيرة. لكن على المستثمر

الأخذ بعين الاعتبار أن الاستثمار في أسهم صناعة تكون في مرحلة الظهور ينطوي على مخاطر كثيرة إذ غالبا ما تكون أسعار أسهم هذه الصناعات مبالغ فيها وما تلبث أن تنخفض، فيحقق بذلك الفرد الذي استثمر فيها خسائر كبيرة .

كما أن الصناعات التي تمر بمرحلة النمو السريع قد يكون ارتفاع قيمة أسهمها غير حقيقي لذلك و لتجنب هذه المخاطر يفضل الاستثمار في أسهم الصناعة التي تمر بمرحلة النضوج أو حتى مرحلة الاستقرار، حتى ولو كان معدل نمو الربح فيها أقل من المراحل السابقة . فعلى المستثمر أن يدرس جيدا العلاقة بين سعر السهم و ربحيته، إذ لا ينبغي أن يتسرع في اتخاذ قرار الاستثمار. فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للمنشأة ، فان الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئا و العكس بالطبع إذا كان سعر السهم أقل من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه وذلك في ضوء الأرباح المتوقع تحقيقها [ هندي ، 1999، ص 175.174] .

انطلاقا من كل ما سبق و بعد القيام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة، يقوم بعد ذلك المحلل بدراسة عدة صناعات من أجل المقارنة بينها، واختيار الصناعة الواعدة، التي يمكن أن يحقق فيها المستثمر عوائد مرتفعة. حيث يتم دراسة حجم الطلب وحجم العرض في كل صناعة، حجم المبيعات و الأرباح ، حدة المنافسة، أثر التغيرات الاجتماعية، طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة، تأثير الحكومة، دورة حياة الصناعة.

بعد القيام بدراسة كل هذه العوامل مجتمعة يتم اختيار الصناعة التي يكون من المناسب جدا الاستثمار في الأوراق المالية لمنشآتها. لكن العملية لن تتوقف عند هذا الحد، إذ أن هناك خطوة أخرى يجب إتمامها لكي يكونا لقرار الاستثماري صائبا، هذه الخطوة تتمثل في اختيار المنشأة الناجحة في إطار الصناعة التي تعمل فيها من بين مجموعة كبيرة من المنشآت الأخرى. غير أن عملية الاختيار هذه لا

تتم هكذا بصفة عشوائية، إنما تتطلب دراسة و تحليل المراكز المالية لمجموعة من المنشآت، وهذا بتطبيق مجموعة من المؤشرات التي تسمح بتقييم المركز المالي للمنشأة المعنية.

## المطلب الثالث: تحليل ظروف المنشأة

يهدف تحليل ظروف المنشأة إلى دراسة وضعية ومركز هذه المنشأة، وتعتمد هذه الدراسة غالبا على الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية، جدول حسابات النتائج، بالإضافة إلى التقارير، كتقرير مراقب الحسابات، وتقارير الجمعية العامة، المجلات المتخصصة.. الخ، وهي كلها تعتبر مصادر هامة جدا للمعلومات. يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحليل أداء المنشأة ، أو تقييم الأداء المالي للمنشأة لا يتحقق دفعة واحدة ، وإنما يمر بمراحل تعتبر خطوات أساسية لا يمكن تجاوزها، وإلا لن يكون لعملية التقييم أي معنى إذا لم تحترم هذه المراحل ، كما أنها لن تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التقييم .

### 1- مراحل تقييم الأداء المالي للمنشأة

قبل توضيح مراحل تقييم الأداء المالي للمنشأة، فانه من الضروري أولا تعريف تقييم الأداء.

حيث تعددت التعاريف التي أعطيت لتقييم الأداء، كما تعددت الاتجاهات المختلفة في تعريف الأداء في حد ذاته، فهناك من يعرفه بالنشاط أو العمل، وهناك من يعرفه بالأسلوب أو الطريقة التي تتبعها المنشأة في تحقيق أهدافها، في حين يعرفه البعض الآخر بأنه النتائج التي توصلت إليها المنشأة .

و بالرجوع إلى تقييم الأداء فيمكن القول بأنه تحليل لوضعية المنشأة اعتمادا على المعلومات و البيانات المتحصل عليها، لمعرفة نقاط القوة و نقاط الضعف، وبالتالي التعرف على الوضعيات التي يجب

تحسينها، وتلك التي يجب تغييرها*.

إن ما يهم المساهمين سواء كانوا حاليين أو مرتقبين من خلال التحليل المالي هو التعرف على وضع و مركز المنشأة من حيث قدرتها على تحقيق الأرباح و بالتالي القيام بالتوزيعات. فبواسطة التحليل المالي يتمكن المساهم من تحقيق مصالحه، والمحافظة عليها، ومن ثم الاطمئنان على وضعه بالمنشأة وعلى أساس نتائج التحليل يقرر المساهم الحالي إذا كان يفضل الاحتفاظ بأسهم هذه المنشأة، أم أنه يفضل التنازل عنها. كذلك الأمر بالنسبة للمساهم المرتقب، فهو من خلال البيانات المالية التي يتم نشرها، ومن خلال الدراسات و التحاليل التي يجريها، يفاضل بين الاستثمار في أسهم هذه المنشأة، أو الاستثمار بمنشأة أخرى تكون بوضعية مالية أحسن، وبمركز مالي أفضل مقارنة بالمنشآت الأخرى و التي تعمل في نفس القطاع. إلا أن ذلك لن يتم بهذه السهولة إذ أن قرار الاستثمار بالمنشأة يتطلب دراسات حالية و مستقبلية تخص كل جوانب المنشأة الاقتصادية منها والمالية، حيث تشمل الأولى دراسة كل ما يتعلق بالنشاط الذي تمارسه المنشأة من حيث نوع النشاط وكل ما يتطلبه من مواد و تجهيزات ذات نوعية معينة، بالإضافة إلى ظروف السوق ومقارنة كل ذلك بالسنوات السابقة في محاولة لدراسة نمو المنشأة .

و تشمل الثانية ( أي الجوانب المالية) دراسة الربح المحقق ومقارنته بالسنوات الماضية، وكذا الربح المحقق على مستوى المنشآت المنافسة، بالإضافة إلى دراسة و تحليل كل ما يخص الهيكل المالي للمنشأة، ليتم في نهاية المطاف اتخاذ القرار المناسب.

و عليه يمكن القول أن تقييم الأداء هو العملية التي يمكن من خلالها الحكم على كفاءة و فعالية مختلف

---

*إن القيام بالتحليل في دراستنا هذه الهدف منه التعرف على مركز ووضعية المنشأة بغرض الاختيار بين الاستثمار في أوراقها المالية أم لا، لكن تصحيح الانحراف هنا يكون من طرف المختصين بذلك داخل المنشأة ، وليس من اختصاص المستثمر الذي يهدف من وراء عملية التقييم التعرف فقط على مركز المنشأة.

نشطة المنشأة في تحقيق الأهداف المسطرة، من خلال المقارنة بين ما تم تقديره وما تحقق فعلا باستخدام أدوات معينة في التحليل.

أما بالنسبة لتقييم الأداء المالي، فهو لا يختلف عن مفهوم تقييم الأداء عموما إلا من حيث التركيز على الجوانب المالية للمنشأة بمعنى أن تقييم الأداء المالي هو قياس الأداء الفعلي ومقارنته بالخطط المالية الموضوعة من أجل دراسة جوانب القوة والضعف قصد معرفة أسباب الضعف ومحاولة القضاء عليها باتخاذ القرارات المالية المناسبة من طرف المسؤول عن عملية الرقابة داخل المؤسسة ، لأنه طبعا ليس من صلاحيات المستثمر اتخاذ مثل هذه القرارات ، إذ أنه يقوم بعملية التحليل و التقييم فقط من أجل الوصول في النهاية إلى اتخاذ قرار بالاستثمار في هذه المنشأة أو في منشآت أخرى .

بهذا المعنى فان تقييم الأداء المالي يسمح بقياس الفعالية المالية للمنشأة، هذا من جهة، ومن جهة ثانية يكون أداة للحكم على الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة.

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تقييم الأداء المالي لا يتم هكذا دفعة واحدة وإنما هناك مراحل تعتبر خطوات أساسية لا يمكن تجاوزها تتمثل في :

## 1-1- مرحلة تجميع المعلومات

تعتبر المرحلة الأولى والأساسية في عملية التقييم، لأنه بدون بيانات و معلومات مالية لا يمكن القيام بأي خطوة، ذلك لأن هذه البيانات تسمح بإجراء دراسات تحليلية لوضعية المنشأة و مركزها المالي، من خلال ما توفره هذه البيانات من معلومات حول نشاط المنشأة ككل. و تعتبر التقارير المالية ( القوائم المالية الأساسية ، تقرير مجلس الإدارة ، تقرير مراقب الحسابات ...الخ) ، التحليلات المنشورة في الصحف و المجلات المتخصصة ، المصدر الأساسي للمعلومات التي يحتاجها القائم بالتحليل المالي .

لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك بعض النقائص أو القيود في التقارير المالية ، كالتقدير الشخصي ، تعدد القواعد المحاسبية ، تسعير المخزون إذ تستعمل فيه عدة طرق ، نقص محتوى التقارير المالية، تغير القواعد المحاسبية من فترة لأخرى، أثر التضخم على القيم المحاسبية. هي بعض القيود التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند القيام بالتحليل لتجنب الوصول إلى نتائج مضللة. و لكن بالرغم من ذلك فان السوق المالي أصبح اليوم يلعب دورا هاما في القضاء على هذه القيود من خلال الإلزام بمستوى معين من الإفصاح بالنسبة للشركات المسجلة في البورصة خاصة إذا كانت السوق المالية نشيطة. و نقصد بالإفصاح تقديم كل المعلومات الهامة، وعرضها بكل وضوح ونزاهة وأمانة للمستفيدين منها بشكل يمكنهم من الحكم على وضع و مركز المنشأة و التنبؤ بمركزها مستقبلا، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة.

## 1-2- مرحلة التحليل

بعد تجميع البيانات و المعلومات، تأتي مرحلة التحليل، حيث يسمح التحليل المالي بتحويل المعلومات والبيانات المالية التي تم استخراجها من القوائم المالية ( الميزانية، جدول حسابات النتائج...) إلى معلومات أقل في شكل نسب مالية تساعد على اتخاذ القرارات المناسبة، وهو بذلك – أي التحليل المالي – يسمح بتشخيص أو تقييم الوضعية المالية للمنشأة، من أجل الحكم على توازنها المالي و مرد وديتها ، وهنا تأتي المرحلة الثالثة وهي مرحلة إصدار الأحكام واتخاذ القرارات .

## 1-3- مرحلة الحكم على النتائج

بعد تجميع البيانات و المعلومات المالية الضرورية و تحليلها ، يتم تشخيص وضعية المنشأة من خلال المقارنة بين ماهو مخطط و ما تحقق فعلا. كما يمكن إجراء المقارنة مع المؤشرات المعيارية الخاصة

بالنشاط الذي تمارسه المنشأة لتأتي بعد ذلك عملية إصدار الحكم على المنشأة ووضعيتها، من حيث السيولة التي تتوفر عليها، وبالتالي قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

كذلك مدى تحكم المنشأة في استخدام رأس المال العامل، بحيث لا يكون أكبر أو أقل مما ينبغي أن يكون عليه، وكذلك كفاءتها في استخدام مواردها المتاحة وذلك باتخاذ قرارات التمويل، وقرارات الاستثمار المناسبة ، بمعنى اختيار مصادر التمويل المناسبة واستثمارها في المجالات المناسبة.

بالإضافة إلى كفاءة المنشأة في استخدام الأصول الثابتة و المتداولة، وقدرتها على تحقيق أرباح كافية لتغطية التكاليف مع تحقيق هامش ربح، وبالتالي قدرة المنشأة على النمو والاستمرار.

غير أنه ومن أجل تحليل وتقييم وضعية المنشأة و الوصول إلى إصدار الأحكام واتخاذ القرارات، لا بد من استخدام وسائل وأدوات تساعد في عملية التحليل.

## 2- أدوات تحليل أداء المنشأة

إن التحليل المالي يعد من أهم الوسائل المستخدمة في تقييم المنشأة ، سواء فيما يتعلق بأدائها المالي أو الإداري ، من أجل التعرف على التغيرات التي طرأت على المنشأة وعلى مركزها المالي، ومتابعة هذه التغيرات لتحديد الاتجاه العام. حيث يعرف التحليل المالي بأنه " تحليل تطور مراكز الميزانيات و حسابات النتائج( 3إلى 5 سنوات ) من حيث:

- النمو؛
- المردودية ؛
- الاحتياجات من رأس المال العامل؛
- هيكل الميزانية" .[BRILMAN , MAIRE,1990, p 43 ]

كما أن إيجاد العلاقة بين مختلف مكونات القوائم المالية ( الميزانية، جدول حسابات النتائج...) يسمح بتشخيص و تحليل الوضعية المالية للمنشأة .هذه العلاقات التي يتم استخراجها هي ما نسميها بالنسب المالية التي تعد كذلك أحد أهم أدوات التحليل المالي، حيث أن النسب تظهر على شكل علاقة تميز في لحظة معينة هيكل، نشاط، أو إمكانية مؤسسة أو فرع محدد. [GIESE , 1983 ,p176].

و هناك عدة أنواع من النسب المالية التي يعتمد عليها في عملية التحليل، وعموما تصنف إلى ستة مجموعات: نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الاقتراض، نسب التغطية، نسب الربحية، ونسب السوق

*** نسب السيولة**

هي النسب التي تقيس مدى قدرة المنشأة على مواجهة الالتزامات قصيرة الجل، و نعني بذلك الخصوم المتداولة، حيث أن هذه النسب تسمح بالحكم على سيولة وملاءة المؤسسة. [PILVERDIER, 1984, p 118]

و السيولة تعني قدرة المنشأة على تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية في أسرع وقت ممكن و بأقل تكلفة ممكنة، ومن أهم نسب السيولة نذكر:نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، نسبة السيولة المطلقة.

*** نسب النشاط**

هي النسب التي تقيس مدى كفاءة المنشأة في استغلال الموارد المتاحة من أجل تحقيق أقصى عائد ممكن، وعليه فان نسب النشاط تقيس مدى مساهمة كل أصل من الأصول في تحقيق الربح. وتشمل هذه النسب على المقارنات بين مستوى المبيعات و الاستثمار في مختلف الأصول. و يعتمد ذلك على أن هناك حجم أمثل لكل أصل من الأصول بالمقارنة مع المبيعات[ محمد، 2000، ص270].

ومن بين نسب النشاط يمكن أن نذكر: معدل دوران المخزون، معدل دوران الأصول المتداولة، معدل دوران الأصول الثابتة، معدل دوران إجمالي الأصول، معدل دوران حقوق الملكية، متوسط فترة التحصيل، معدل دوران رأس المال العامل.

*** نسب الرفع و التغطية**

الرفع المالي FINANCIAL LEVERAGE عبارة عن بيان درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الأصول، ويترتب على هذا النوع من التمويل أعباء مالية، لا بد من أدائها عند أجل استحقاقها، قبل دفع أي توزيعات على الملاك. والتوقف عن دفع هذه الأعباء، له تأثير على مركز الشركة [حنفي، قرياقص ،2000 ، ص 81-82]. وعليه تستعمل هذه النسب من أجل التعرف على مدى اعتماد المنشأة على الأموال المقترضة من الغير في تمويل استثماراتها. حيث أن الاعتماد على القروض من شأنه أن يحقق للمنشأة مزايا، منها انخفاض تكلفة هذا النوع من مصادر التمويل ( المباشر) مقارنة بغيرها من المصادر. كما أن هذا المصدر من التمويل سيسمح للمنشأة بتحقيق وفورات ضريبية ، لأن فوائد القروض هي إحدى التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل فرض الضريبة. غير أن هذا لا يعني التمادي في طلب القروض من أجل التمويل، لأن عدم القدرة على سداد الفوائد أو العجز عن سداد مبالغ القروض من شأنه أن يعرض المنشأة لمخاطر مالية، قد تصل بها إلى الإفلاس، مما سيؤثر على ثروة الملاك خاصة إذا لم يبقى لهم شيء من أموال التصفية.

من بين نسب الرفع والتغطية نذكر نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حق الملكية، نسبة الأصول إلي حق الملكية، معدل تغطية الفوائد.

## * نسب الربحية

تستخدم نسب الربحية لقياس قدرة المنشأة على استخدام كل الموارد المتاحة لديها من أجل تحقيق الربح. وعليه يمكن القول أن المردودية هي ثمرة عدد كبير من السياسات و القرارات التي تقيس الفعالية المالية. أما نسب المردودية فهي تظهر معلومات وتعطي إجابات عن تقدم المؤسسة وعن شروط الفعالية التي تكون مسيرة فيها [ BOUKHEZAR ,1981, P141 ] ومن بين نسب الربحية لدينا: نسبة العائد على حق الملكية، نسبة العائد إلى إجمالي الأصول، نسبة ربحية المبيعات. و هي من أهم المؤشرات المؤثرة على قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة لشركة محددة خاصة وأن الربحية تؤثر تأثيرا مباشرا على كل من :

* مدى جاذبية الورقة في السوق سواء لعمليات الشراء أو لسهولة بيعها و تصريفها.

* مدى إمكانية التراكم الرأسمالي و زيادة قيمة الورقة ذاتيا و اكتسابها قيما جديدة [ الخضيري، 1996، ص109].

## * نسب السوق

نسب السوق هي النسب التي تقيس إمكانية الاستثمار بالمنشأة، ومن أهم هذه النسب نجد: نسبة سعر السهم إلى ربحيته **(PER)**، غلة التوزيعات، الربح عن كل سهم، نسبة ملكية المؤسسات، نسبة التوزيعات.

### 1- نسبة سعر السهم إلى ربحيته PRICE EARNING RATIO

يحسب بالعلاقة التالية : علاقة السعر / الربح = السعر السوقي للسهم/ الربح عن كل سهم ( 2 -9) [ حنفي ، قرياقص ، 2000 ، ص 108 ].

تقيس هذه النسبة عدد الوحدات النقدية التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل كل وحدة نقدية من الربح الناتج عن الاستثمار في هذا السهم.

PER هو المعامل الذي يحوّل دخل إلى رأسمال ، أو الذي يعطي المكافئ برأس المال لمداخيل مختلة [ BRILMAN , MAIRE ,1990, P57 ]

## 2- نسبة التوزيعات

نسبة التوزيعات = ( توزيعات الأسهم العادية/الربح المتاح لحملة الأسهم العادية)×100 ( 2 – 10)

[ هندي،1999، ص 195].

تمثل هذه النسبة الجزء من الأرباح الذي تدفعه المنشأة في صورة توزيعات.

## 3- غلة التوزيعات

غلة التوزيعات = (نصيب السهم من التوزيعات/القيمة السوقية للسهم)×100 ( 2 -11)

و يتوقف قبول المستثمر لناتج تلك النسبة على الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، فمثلا لو أن المستثمر يعتمد على التوزيعات لتغطية أعباء معيشته، عندئذ سوف يفضل توجيه مخصصات الاستثمار إلى شراء الأسهم التي تتسم بارتفاع الغلة. أما كبار المستثمرين فقد يفضلون توجيه استثماراتهم إلى أسهم المنشآت الواعدة، حتى لو كانت غلة التوزيعات منخفضة لعدد من السنوات، ربما لأسباب ضريبية [ هندي، 1999، ص 193 ]. علما أن السعر السوقي يؤخذ على أساس أنه متوسط أعلى سعر و أدنى سعر للسهم، أو سعر الإقفال.

## 4- الربح عن كل سهم

الربح عن كل سهم = ( الربح بعد الضريبة – توزيعات الأسهم الممتازة إن وجدت )/ عدد الأسهم العادية المصدرة ( 2 – 12) [ حنفي، 1993، ص 113].

تسمح هذه النسبة بتحديد نصيب كل سهم من صافي الربح بعد الضريبة ، غير أن ما يؤخذ عليها هو أنها لا توضح ما إذا كان صافي الربح هذا سيتم توزيعه كاملا، أم أنه سيتم توزيع جزء فقط و يحتفظ بالجزء الباقي في شكل أرباح محتجزة.

**5- نسبة ملكية المؤسسات**

نسبة ملكية المؤسسات = ( عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات /عدد أسهم المنشأة)×100 ( 2 -13 )

[ هندي، 1999، ص 193 ].

وهي توضح نسبة مساهمة المؤسسات في رأسمال المنشأة، وقد تكون هذه المؤسسات شركات تأمين، صناديق استثمار، بنوك تجارية...الخ.

وقد أجمعت مؤلفات الإدارة المالية على أن المنشآت التي تزيد فيها نسبة ملكية المؤسسات، تقترب فيها أسعار أسهمها من قيمتها الحقيقة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى نفور عدد كبير من المستثمرين ، لأن هذه الوضعية لن تمكنهم من تحقيق أرباح رأسمالية، لذلك تجدهم يفضلون الاستثمار في المنشآت التي تنخفض بها نسبة ملكية المؤسسات .

بعد التعرض لفرض الصيغة الضعيفة والتحليل الفني ومن خلاله تناول أدوات قياس فرض الصيغة الضعيفة، تم تناول الصيغة الثانية لكفاءة السوق، وهي فرض الصيغة متوسطة القوة ، و الذي من خلاله تم التعرض إلى التحليل الأساسي وأدواته ، سيتم فيما يلي تناول الصيغة الثالثة لكفاءة سوق رأس المال، والمتمثلة في فرض الصيغة القوية .

## المبحث الثالث : الصيغة القوية ( استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق)

سنخصص هذا المبحث للتعريف بفرض الصيغة الضعيفة، بالإضافة إلى دراسة مختلف الاستراتيجيات المطبقة في ظل السوق المالي الكفء .

### المطلب الأول: ماهية الصيغة القوية

الصيغة القوية للكفاءة تدل على أن سعر الأسهم لفترة زمنية معينة يعكس كل معلومة متوفرة ، كتلك المتحصل عليها من طرف الجمهور ( العامة)، و تلك المتحصل عليها من طرف المتدخلين أصحاب الامتيازات( المحللين الماليين، مسيري رأس المال...الخ).

[ TEULIE, TOPSACALIAN, 1997, P86 ]

انطلاقا من ذلك فان المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والمعلومات الخاصة المتاحة لبعض الأفراد، كإدارة المنشأة، و الإطارات الكبرى فيها تكون قد انعكست فعلا في سعر السهم ، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد غير عادية . و يعتبر فرض الصيغة القوية هو أقصى درجات الكفاءة، ذلك أن سعر السهم يعكس كل معلومة يمكن معرفتها.

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفء يكون على مستوى الفرض الأقوى أو مستوى الفرض متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحديا للممتهنين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية و للمستثمرين خاصة المحترفين منهم ، و نقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك .

وفي هذا الصدد يقترح **أمبتشير AMBACHTSHEER 1977** ، ضرورة أن يكون الأساس في استراتيجيات هؤلاء هو البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية أي تلك الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي[ حنفي، 2000، ص 231 ].

أما فيما يخص فرض الصيغة الضعيفة فلا مجال لتحقيق أرباح غير عادية، ذلك أن تتبع التطور التاريخي لحركة الأسعار في الماضي من أجل إيجاد اتجاه عام لحركة الأسعار يمكننا من التوقع بقيمة السعر مستقبلا، لن تكون ذات فائدة، لأن المعلومات الماضية انعكست فعلا في سعر السهم، وهو ما يعد تأكيدا وتأييدا لفرض الصيغة الضعيفة. حيث أثبتت الدراسات أن الفنيين لم يتمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا يقومون بأي نوع من أنواع التحليل وإنما يكتفون فقط بسياسة اشتري واحتفظ. في هذا السياق يتبادر إلى ذهننا تساؤل حول الإستراتيجيات التي يتبعها المستثمر في ظل السوق الكفء.

لقد أوضحنا سابقا أنه في ظل السوق الكفء تعكس أسعار الأسهم وبسرعة المعلومات التي تصل إلى السوق ، وبالتالي لن تكون هناك فرصة لأي مستثمر لكي يحقق أرباح غير عادية، وإذا حدث ذلك فإنما يكون نتيجة للصدفة فقط. كما أن القيمة السوقية للسهم في هذا السوق تعبر عن قيمته الحقيقية و التي تعتبر بالنسبة للمستثمر قيمة عادلة، على أساس أنه من خلال هذه القيمة العادلة يتم تحقيق عائد كافي لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا السهم.

انطلاقا من هذه القناعة لن يكون هناك مبرر لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية، من أجل تحقيق عوائد غير عادية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة. وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، وتسمى كذلك هذه الاستراتيجيات، بالاستراتيجيات الساكنة أو السلبية. أضف إلى ذلك أن باقي الاستراتيجيات التي تخرج عن نطاق الاستراتيجيات الساكنة، والتي تقوم

بإجراءات، تحليلات و دراسات من أجل اختيار مكونات محفظة أوراق مالية تحقق عوائد مرتفعة تفوق معدلات السوق، لن تتمكن من تحقيق ذلك لأن تكاليف إجراء هذه التحاليل ستفوق العائد المحقق.

عموما يمكن تصنيف الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق إلى إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، وإستراتيجية صناديق المؤشرات.

## المطلب الثاني: إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

وفق هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال ، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعا لعدة عوامل ، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف المنشأة...الخ و عليه فانه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعا لدرجة المخاطر التي يكون مستعدا لتحملها.**ويضيف جونز** [JONES,1994, PP310-311 ] أن على المستثمر– حتى في ظل هذه الإستراتيجية– أن يجري تغيرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها [ هندي، 1999، ص 417 ] إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها في إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ حتى تحقق الأهداف المرجوة

منها، أو ما تم التخطيط لتحقيقه من وراء هذه الإستراتيجية( أي التوقعات). من أهم هذه العوامل أو الشروط نذكر:

## 1- تحقيق مستوى ملائم من التنويع

يقصد بالتنويع ضرورة أن يستثمر الفرد أمواله في أكثر من ورقة مالية، بمعنى يستحسن أن ينوع المستثمر مكونات محفظة أوراقه المالية، تجنبا للوقوع في المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم منشأة واحدة. ذلك لأن أي خطر يصيب هذه المنشأة قد يعرض صاحبه لخسائر فادحة. وهناك طريقتين للتنويع: التنويع الساذج أو البسيط، وتنويع ماركوتز.

يقوم مبدأ التنويع الساذج أو البسيط على أن زيادة تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها عائدها. انطلاقا من هذا المبدأ فان المحفظة التي تضم أسهم خمسة منشآت أفضل من محفظة تضم أسهم أربعة منشآت، لأن المخاطرة فيها أقل. لكن لا يجب المبالغة في التنويع كثيرا، لأن ذلك من شأنه أن يحقق نتائج عكسية نتيجة لارتفاع تكاليف البحث عن أوراق مالية جديدة، صعوبة إدارة المحفظة و التحكم فيها نتيجة العدد الكبير لأوراقها المالية...الخ.

أما النوع الثاني من أساليب التنويع هو تنويع **ماركوتز** ، والذي يقوم على حساب معامل الارتباط بين عوائد مكونات محفظة الأوراق المالية. فإذا ثبت أن هناك ارتباط بين عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، أي أن هناك علاقة طردية بينها، فان ذلك دليل على زيادة مخاطر هذه المحفظة ، والعكس صحيح.

و يؤكد **سورنسن** و **بيورك** (SORENSEN&BURKE,1986) على أن إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ التي تقوم على تنويع ساذج يمكن أن تحقق عائدا يفوق متوسط عائد السوق و يقترحان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة( من ثلاثة إلى عشر صناعات) وفقا لتحليل ظروف الصناعة.

على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم تجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات – من وقت لآخر– و ذلك بأن يتم التخلص من أسهم منشأة ما وإحلالها بأسهم منشأة أخرى، وذلك على أساس مستوى أداء كل منها [ هندي ،1999، ص 418 ].

## 2- السيولة

يقصد بالسيولة، سهولة التخلص من الورقة المالية بأسرع وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة( أو دون خسائر نهائيا).و يعتبر هدف السيولة من الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها عند تكوين محفظة الأوراق المالية. و لكي يضمن المستثمر تحقيق هذا الهدف ، فما عليه إلا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية ( كالسندات الحكومية، وأذونات الخزينة) التي تعتبر أوراق مالية شديدة السيولة بالإضافة إلى الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت ذات المراكز المالية القوية و السمعة الجيدة إذ يمكن تصريفها بسهولة.

## 3-مستوى المخاطر

إن أي مستثمر يهدف دائما من خلال تنويع محفظة أوراقه المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها. انطلاقا من ذلك يمكن للمستثمر أن يخفض من مستوى المخاطر التي تتعرض لها محفظة أوراقه المالية، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الحكومية ( السندات الحكومية، وأذونات الخزينة). بالإضافة إلى أسهم المنشآت القوية ( ذات المراكز المالية القوية) و الواعدة ففي هذه الحالة يضمن المستثمر إمكانية بيع هذه السندات و الأسهم لأنها ذات سيولة عالية. كما أنه يضمن من جهة أخرى تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق خاصة السندات الحكومية، لأنها ذات عائد ثابت و يمكن تصريفها في أي وقت.

هناك بديل آخر من أجل التقليل من درجة المخاطرة، وهو الاستثمار في الأوراق المالية للشركات الدفاعية، كشركات صناعة الأدوية، وشركات الصناعات الغذائية، وهي من الشركات التي تتعرض لمخاطر أقل مقارنة بغيرها من الشركات.

## 4- توقيت الاستثمار

لن يكون المستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق و يطبق استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بهذه الكفاءة مضطرا لأجراء دراسة و تحليل من أجل تحديد توقيت الاستثمار المناسب خاصة في ظل إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ. إذ يمكن للمستثمر أن يشتري عندما يكون لديه ما يكفي من النقود لتنفيذ عملية الشراء، كما يمكنه البيع عندما يكون بحاجة إلى النقود. و عليه فان تحديد توقيت الاستثمار ليس مشكلا في ظل إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ وطالما أن السوق كفء، وأن القيمة السوقية هي قيمة عادلة فان الإقدام على المضاربة من أجل تحقيق عوائد إضافية لن تكون ذات فائدة، إذا ما احتسبنا التكاليف الناتجة عن عملية المضاربة.

## 5- الاعتبارات الضريبية

تعتبر الاعتبارات الضريبية من الأمور المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تطبيق إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ على محفظة الأوراق المالية. إذ عادة ما نجد كبار المستثمرين يفضلون الأوراق المالية التي لا تقوم المنشأة المصدرة لها بإجراء توزيعات عند تحقيق أرباح، أو تقوم بتوزيع جزء فقط من هذه الأرباح، خاصة إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية، أي معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الناتجة عن ارتفاع سعر الورقة المالية.

هناك اعتبار ضريبي آخر قد يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند تشكيل محفظة الأوراق المالية، وهو تحقيق وفرات ضريبية من خلال التخلص من الورقة المالية عندما ينخفض سعرها، وبذلك يحقق وفرة

ضريبية (تتمثل في الفرق بين مبلغ الضريبة على سعر السهم عند شرائه و مبلغ الضريبة على سعر السهم عند بيعه عندما ينخفض سعره)، تتمثل في الخسارة مضروبة في معدل الضريبة. و يمكنه أن يستثمر المبلغ الذي تحصل عليه من بيع السهم الذي انخفض سعره في شراء أسهم منشآت أخرى.

### المطلب الثالث: إستراتيجية صناديق المؤشرات

تقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر **ستاندر آند بور S&P500**، أو مؤشر **دوجنز DOW JONES industrial average** و بذات نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر. و بالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلية، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر.

في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق [ هندي، 1999، ص 421].

## المبحث الرابع: استراتيجيات الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال

إن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب وضع استراتيجيات معينة ، الهدف منها تعظيم العائد وتخفيض المخاطر. هذا وان كانت الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق لاتتطلب اختصاص أو بذل مجهود كبير، وذلك انطلاقا من التسليم بكفاءة السوق، بمعنى أن جميع المعلومات التي تصل السوق ( سواء كانت ماضية، عامة، أو خاصة) ستنعكس بالضرورة في سعر السهم، وبذلك فان سعر السهم سيعكس قيمته الحقيقية ، ولن تكون هناك فرصة لأي مستثمر بأن يحقق أرباح غير عادية. وعليه فلن يجد المستثمر أي داعي لتغيير مكونات المحفظة، لكن على الرغم من كل هذا فان الرشادة الاقتصادية تحتم

على المستثمر إعادة النظر في قراراته، أو بتعبير آخر يمكن له أن يغير إستراتيجيته، وهو الأمر الذي يطرح أمامنا فكرة الاسترتتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق. بمعنى أنه ليس كل المستثمرين يؤمنون بفكرة كفاءة سوق رأس المال ، وهذا انطلاقا من قناعة بأن هناك بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات قبل غيرهم، أو يمكنهم الإطلاع على معلومات خاصة من مصادر قريبة من المنشأة، وهو ما سيمكنهم من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين .

وتجدر الإشارة إلى أن تحقيق أرباح غير عادية لا يعني عدم كفاءة سوق الأوراق المالية، بل قد يعني عدم كفاية نظام المعلومات ( المرتبطة بالشركات المصدرة للأوراق المالية)، والذي يسمح بإعطاء بعض المستثمرين الداخلين إلى السوق سبلا احتكارية للوصول إلى المعلومات التي تمكنهم من الحصول على أرباح غير عادية نتيجة أوضاعهم المتميزة [ سراج، الموقع [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2387 07november2007/02 :27 ].

هذا الأمر يطرح أمامنا فكرة عدم تماثل المعلومة، وهوما من شأنه أن يجعل المستثمرين يبحثون عن استراتيجيات تجعلهم يقللون من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية نتيجة تقلب العائد. بمعنى أنهم يعتقدون أن سعر السهم لا يعكس قيمته الحقيقة و لو لفترة من الزمن ، هذا لأنهم قد يمتلكون معلومات لم يحصل عليها غيرهم من المستثمرين، أو أن لديهم من الخبرة و الاختصاص ما يسمح لهم باستخدام طرق وأساليب كمية تسمح لهم بتقدير القيمة الحقيقة للورقة المالية، كأساليب التحليل الفني و التحليل الأساسي، وكذلك مختلف الطرق المستخدمة في تحديد القيمة الحقيقة للورقة المالية بالشكل الذي يسمح لهم بتحقيق عائد يفوق ما حققه غيرهم من المستثمرين.

و عليه فإلى جانب الاستراتيجيات الساكنة و هي الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، توجد ثلاث استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق أو كما تسمى الاستراتيجيات النشطة، وهي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية، إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات المختلفة،

ستراتيجية التوقيت. لكن قبل ذلك لا بد أن نتعرض إلى العوامل التي تجعل السوق غير كفء أو بعيد
ن حالة التوازن.

## طلب الأول: عدم تماثل المعلومة وأثره على سوق الأوراق المالية

تعتبر المعلومة الدعامة الأساسية في تحديد كفاءة أو عدم كفاءة سوق رأس المال، وذلك انطلاقا من
ى توفر المعلومات المناسبة و الإفصاح عنها بشكل صادق، شفاف و موضوعي، بالإضافة إلى توفرها
ي الوقت المناسب. ومن هنا فان أهمية المعلومة ( مالية و اقتصادية) تنعكس في ثقة المستثمرين و
تعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية.

رجة هذه الثقة تتحدد بنوعية و كمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل و منفعة أعلى
شرط أن تعكس هذه لمعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية و ظروف
سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة و ظروفها، يجنب المتعاملين في السوق التسعير
خاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات [ التميمي، سلام، 2004،ص 132]. ولكن و
لى الرغم من ذلك فان هناك حالات يتسنى فيها لبعض المستثمرين كالمدراء و العاملين بالمنشأة
مصدرة للأوراق المالية التي يكتتبون فيها، الاطلاع عل بعض المعلومات التي تعتبر أسرار المنشأة،
شكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل
معلومة. بمعنى أن المعلومات غير متاحة بشكل عادل لجميع المستثمرين و عليه نجد في أسواق رأس
مال متدخلين مطلعين على المعلومات بشكل أفضل من الآخرين.من جهة أنهم يستطيعون الاستفادة من
ذه الإضافة في المعلومة لتحقيق أرباح ( باستعمال وضعيتهم كمطلعين على الأسرار، لخداع أو مناورة
ية المتدخلين). ومن جهة أخرى فان المتدخلين الغير مطلعين سوف يجربون ملاحظة قرارات أولئك

الذين يملكون المعلومة فعليا[ARTUS , 1995, P33] .و عليه يستطيع المستثمرين المطلعين على أسرار المنشأة تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيرهم، كما أن بقية المستثمرين الذين لا يملكون المعلومة يستطيعون تحقيق عوائد تفوق تلك التي كان من المفروض تحقيقها عند سعر التوازن، وهذا من خلال إتباع و ملاحظة القرارات التي يتخذها أولئك الذين يملكون المعلومة. حيث نجد كذلك في السوق، ظواهر التقليد حيث يقوم المنافسون وبطريقة فعالة بالتقليد من أجل تقليل مخاطر خسارة حصص من السوق [ BELUCHE , et autres, 2002, p 7]

غير أن هذا التأثير الذي يسببه المستثمرون الذين يملكون المعلومات يمكن أن يتلاشى أذا كانت هناك قوانين و قواعد صارمة تضعها إدارة أسواق رأس المال من أجل تحقيق العدالة في تحقيق عوائد متساوية، كأن تمنع نشر سعر التوازن حتى يتخذ جميع المستثمرين قراراتهم.كما أنه يجب الإشارة كذلك إلى أن تحقيق السبق في الحصول على المعلومة، سيسمح فعلا بتحقيق أرباح غير عادية، لكن لفترة قصيرة فقط، لأن المعلومة ستنتهي بانتشارها الواسع في السوق، وبذلك سيكون جميع المستثمرين مطلعين عليها. ولكن الخطورة هنا تكمن في إمكانية قيام المتدخلين المطلعين بنشر معلومات خاطئة، مما يؤدي بالسعر للتحرك بالشكل الذي يسمح بتحقيق أرباح مضاربة.

بصفة عامة يمكننا القول أن عدم تماثل المعلومة في سوق رأس المال من شأنه أن يأخذ سعر الورقة المالية بعيدا عن سعر التوازن، وهو ما يسمح للبعض بتحقيق عوائد تفوق ما يحققه البعض الآخر. فعدم توفر المعلومة أو توفرها بطريقة غير عادلة سيجعل الكثير من الأفراد يمتنعون عن التعامل في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض عدد المعاملات، ضيق السوق، انخفاض سيولة الأوراق المالية، تراجع عدد المتدخلين في السوق ، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، وهي كلها أمور تقلل من كفاءة السوق.

ومن الأمور التي تقلل من كفاءة السوق كذلك هو عدم كفاءة نظام المعلومات المالية، بمعنى أن يكون محتوى التقارير و القوائم المالية، والمعلومات المنشورة لا يخدم مجموع المستثمرين الذين يعتمدون على المعلومات المنشورة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة. كأن يكون هناك نقص في محتوى التقارير أو القوائم المالية، أو أن يكون هناك تأخر في نشر البيانات و المعلومات الضرورية بالشكل الذي يجعل استخدامها فيما بعد دون معنى. وهنا لابد من التأكيد بأن نظام المعلومات غير الكفء سوف يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء ، مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاجتماعية و الاقتصادية الضارة، حيث ينصرف المدخرون عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية. وقد تجد مشروعات الأعمال صعوبات عديدة في الحصول على الأموال اللازمة لها من خلال نفس السوق بتكلفة معقولة [ الحناوي و آخرون، 2002، ص 134] .

## المطلب الثاني: شذوذ أو تشوه السوق les anomalies du marché

الشذوذ أو التشوه ( les anomalies) يتعارض مع فرضية الكفاءة، حيث أن عدة دراسات بسيكولوجية أثبتت وجود ارتباط بين الزمن و مزاج الأفراد [CHIKHI , 2004, p09].

في بداية الثمانينات، كان هناك شبه إجماع عام بأن كفاءة أسواق رأس المال بدأت تتلاشى، لأن الباحثين اكتشفوا شذوذ (عدم اتزان) في عائد الأسهم. الشذوذ الأول هو كون المنشآت ذات PER الضعيف تحقق عوائد تفوق العادي [ HENRY, 1999, P42].

فهناك حالات كثيرة نسجل فيها عدم توازن عائد السوق، أو عدم كفاءة سوق رأس المال حيث تبتعد القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقة.

عدم توازن السوق أو شذوذ السوق يرجع لعوامل موسمية، كما يرجع لتأثير الحجم و لتأثير **P/E**.

إذ أن العديد من الدراسات على أسواق رأس المال الأمريكية والفرنسية وعلى البورصات الأوروبية، أثبتت في العديد من المرات وجود شذوذ و اختلال في الأسواق ، وهذا راجع لعوامل سنوية ( تأثير جانفي)، أسبوعية ( أثر نهاية الأسبوع، أثر يوم الاثنين، الثلاثاء...الخ).

حيث اكتشف الباحثون ما نسميه " بأثر نهاية السنة" و "أثر نهاية الأسبوع": عوائد الأسهم تكون مرتفعة بصورة خاصة خلال الأيام الأولى من جانفي، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة الحجم، بينما العوائد المتوسطة تكون سالبة من إقفال السوق يوم الجمعة إلى إقفال السوق يوم الاثنين HENRY, T [1999,P 42].

كما أن FAMA في سنة 1965 اختبر صحة فرضية أثر نهاية الأسبوع بفضل مقارنة تباين العائد بين الاثنين وباقي الأيام.

لقد بين أن تقلب يوم الاثنين كان 20% أكبر من تقلب باقي الأيام لكن دون التمكن من تحديد السبب.

**F.GROSS** في سنة 1973أثبت أن **SP500** (مؤشر ستاندر بور 500 قيمة) ل **NYSE** حقق عائدا سلبيا بطريقة معتبرة يوم الاثنين...

**K.R FRENCH** في سنة 1980 وضح كذلك وجود اثر نهاية الأسبوع و أكد نتائج **GROSS** على فترة أطول. على كل 5 فترات جزئية التي كونها، العائد المتوسط ليوم الاثنين( بين إغلاق يوم الجمعة و إغلاق يوم الاثنين) كان دائما سلبيا [TEULIE, TOPSACALIAN, 1997, P88-89]. عائد البورصة يوم الاثنين يكون سالب في حين يكون موجب في باقي أيام الأسبوع، وهذا حسب دراسة HAMON ET JACQUILLAT.

و حسب **F.GROSS** فانه يوجد ارتباط بين عائد يوم الاثنين و عائد يوم الجمعة، حيث انخفاض يوم الجمعة يحدث انخفاض يوم الاثنين هذه الدراسة تم تأكيدها من طرف **ROGALSKI** سنة 1984.

هذا بالنسبة لتأثير نهاية الأسبوع، و لأثر يوم الاثنين. هناك دراسات أخرى تؤكد وجود لتأثير شهر جانفي على عائد السوق، بالشكل الذي يجعل السعر يبتعد عن سعر التوازن حيث انه في دراسة ل KINNEYو ROZEFF سنة 1976، تم اكتشاف بأن عوائد البورصة كانت في شهر جانفي أكبر سبع مرات عنه خلال أي شهر آخر، وهذا في الفترة من 1904-1974.

كما أن هناك دراسات أجريت على أسواق كندية وأسترالية و أسواق أخرى أكدت أن الضريبة لا يمكن أن تكون المفسر الوحيد لأثر جانفي.

أما إذا رجعنا إلى تأثير الحجم على توازن السوق فقد أثبتت العديد من الدراسات، منها الدراسة التي قام بها BANZ سنة 1981، و أبحاث BROWN, KLEIDON, MARSH سنة1983، والدراسة التي قام بها IBBOTSON سنة 1984، وكذلك أعمال HILLION سنة 1988، التي أكدت على أن عائد المنشآت الصغيرة يفوق عائد المنشآت الكبيرة.

مع أن هناك دراسات لباحثين آخرين انتقدوا أو لم يؤيدوا هذه النتيجة، وهو الحال بالنسبة ل VIALET et HAWAWINI سنة 1987.

كذلك بالنسبة لأثر نسبة سعر السهم إلى ربحيته( PER) فقد لاحظBASU سنة 1977 أن الأوراق المالية التي تكون فيها النسبة PERمرتفعة تحقق نتائج صافية أقل من تلك التي تكون فيها نسبة PER منخفضة.

نود أن نشير فقط إلى أن معظم هذه الدراسات تمت على أسواق أمريكية، وعليه فان النتائج المتوصل إليها وتحليلها يمكن أن يكون فيه نوع من التقصير. كما أن هناك من الباحثين من يعتقد أن زيادة درجة التقلب في سوق رأس المال هو الذي يجعل العوائد متباينة. إضافة إلى كل ما سبق جاءت دراسات بعض الباحثين لتوضح أن انحراف سعر السهم عن قيمته الحقيقة ( القيمة العادلة) مرده إلى التصرفات الغير

رشيدة للمتدخلين الذين لا يعتمدون على التحليل الأساسي في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وإنما يستندون إلى عوامل ذاتية ونفسية ، كالخوف، التشاؤم، التفاؤل...الخ وكلها عوامل غير رشيدة. بينما هناك باحثين آخرين اكتشفوا بأن عوائد مؤشرات البورصة، سوف تتجه مع الوقت و في الأجل الطويل ( من سنتين حتى عشر سنوات) نحو المتوسط، بمعنى انحراف قيمة العائد عن سعر التوازن ما يلبث أن يزول مع الوقت. لأن الفترات التي يرتفع فيها العائد ستليها فترات ينخفض فيها ، والعكس صحيح، لهذا يفضل في هذه الحالة إتباع الإستراتيجية التي تقوم على شراء الأسهم التي عرفت حديثا نتائج سلبية بدلا من الأسهم التي حققت نتائج ايجابية، وهو ما يعرف بإستراتيجية الاستثمار المضادة أو المعاكسة .CONTRE - COURANT.

رغم كل ذلك يمكن القول أن هذا الشذوذ الذي يعرفه السوق أو حالة عدم التوازن ليست مفسرة، أو لم يتم تحديد أسبابها بدقة وبالشكل الذي يسمح بتحقيق أرباح غير عادية لمدة طويلة. بمعنى أنه حتى وان كان السوق في حالة عدم توازن، فإنها حالة مؤقتة ما تلبث أن تزول، حيث يساهم تدخل المستثمرين في دفع السعر نحو التوازن لتتحقق بذلك الكفاءة لسوق رأس المال.

## المطلب الثالث : استراتيجيات الاستثمار النشطة

تنقسم استراتيجيات الاستثمار النشطة إلى استراتيجيات نشطة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية، و استراتيجيات نشطة للاستثمار في السهم الواحد.

### 1- الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في محفظة أوراق المالية

تضم الإستراتيجيات النشطة للاستثمار في محفظة أوراق مالية ثلاث أنواع من الإستراتيجيات و المتمثلة فيما يلي:

## 1-1-إستراتيجية اختيار الأوراق المالية

يمكن تعريف الاستثمار بأنه تضحية بالثروة الحالية ( مؤكدة) لثروة في المستقبل غير مؤكدة. و ما دامت لجميع الاستثمارات قيم مستقبلية غير مؤكدة، فان المستثمرين في هذه الموجودات يتوقعون عوائد مستقبلية موجبة [ الراوي، 1999، ص 28، 29].

و عليه يقوم المستثمر بتشكيل محفظة أوراقه المالية اعتمادا على عنصري العائد و المخاطرة. وغالبا ما يقوم هذا المستثمر الذي يتبع الاستراتيجيات الساكنة، أو الذي يؤمن بكفاءة السوق باختيار مكونات محفظة الأوراق المالية انطلاقا من اعتقاده أن العوائد المتوقعة من الأصول المالية ستكون عادلة. بينما المستثمر النشيط يقوم باختيار مكونات محفظته باعتماد التحليل الأساسي أو التحليل الفني، أو مختلف الطرق المعتمدة لتحديد القيمة العادلة للورقة المالية و مقارنتها بالقيمة السوقية. فإذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقة، يقوم المستثمر بالتخلص من هذه الورقة المالية، لأنها قيمت بأكبر من قيمتها الحقيقة، أي أن قيمة هذه الورقة مبالغ فيها. أما إذا كان المستثمر يعتقد أن الورقة المالية قيمت بأقل من قيمتها الحقيقية، ( قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية)، فانه يفضل الاحتفاظ بهذه الورقة، بل شراء المزيد منها إذا كانت الإمكانيات المالية تسمح بذلك.

ومن هنا يمكن القول أنه إذا كان هدف السياسات الساكنة من اختيار الأوراق المالية هو التنويع، فان هدف السياسات النشطة هو الاستفادة من الاختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية و قيمتها الحقيقة، لتحقيق أرباح رأسمالية.

## 1-2- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

يقصد بهذه الإستراتيجية أنه يجب مراعاة القطاع الذي تنشط فيه المنشأة التي نريد الاستثمار في أسهمها. فيجب التمييز جيدا بين أسهم المنشآت المالية و البنوك التي تتأثر كثيرا بالتغير في أسعار

الفائدة، وأسهم المنشآت التي تنتج السلع المعمرة، وأسهم المنشآت التي تنتج السلع الرأسمالية، كالمعدات و الآلات و الأسهم الدفاعية التي سبق وأشرنا إليها. ففي ما يخص الأسهم الدفاعية فهي تلك التي لا تتأثر كثيرا بدورات الرواج و الكساد، لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب كثيرا في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة، وذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا أكبر لتحمل المخاطر [ هندي، 1999، ص 446]. أما بالنسبة للأسهم التي تتأثر كثيرا بالتغير في أسعار الفائدة، فيمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين أسعارها و معدل الفائدة. أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، بينما ينخفض سعر السهم مع ارتفاع سعر الفائدة. وعليه فانه على المستثمر أن يتخلص من أسهم هذه المنشآت عند ارتفاع أسعار الفائدة و العكس صحيح.

أما أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة فهي تتأثر بالمراحل التي يمر بها الاقتصاد، فتنخفض أسعار أسهمها في فترات الكساد، وترتفع في فترات الرواج، وعليه يكون من المناسب الاستثمار في أسهم هذه المنشآت في فترات الرواج، والتقليل من الموارد المستثمرة في هذه الأسهم في حالة الكساد.

و ما ينطبق على المنشآت التي تنتج السلع المعمرة ينطبق على المنشآت التي تنتج السلع الرأسمالية، مع مراعاة أن هذه الأخيرة تتأثر فقط بفترات الرواج و الكساد الطويلة الأجل.

### 1-3- إستراتيجية التوقيت

الأصل أن جميع المستثمرين يقومون بتحديد المحفظة الاستثمارية و محتواها من الأوراق المالية بالشكل الذي يمكنهم من الحصول على أحسن مزيج من المخاطرة و العائد. و المستثمر الخامل * يضع هذا القرار بناءا على إيمانه بأن العوائد المتوقعة على أنواع مختلفة من الموجودات ( الأصول) ذات مخاطر مقبولة ( معتدلة) عادلة.

---

* المستثمر الخامل هو الذي يتبع الاستراتيجيات الساكنة و يؤمن بكفاءة السوق.

أما المستثمرون النشيطون فإنهم يحاولون تحديد الفترات الزمنية عندما تكون الأسهم قد سعرت بأكثر أو أقل مقارنة بأصول أخرى، وعندما يشعر المستثمر بأن قيمة أصل معين قد سعرت بأكثر مما يجب فإنهم يقللون من وزن هذا الأصل في محافظهم الاستثمارية **under weight** ( الاحتفاظ بأقل مما يجب الاحتفاظ به).

و عندما يعتقد المستثمرون أن صنف معين من الأصول قد سعر بأقل مما يجب فإنهم يعطون وزنا أكبر **over weight** ( الاحتفاظ بأكثر مما يجب الاحتفاظ به بالأوقات العادية). هذا النوع من الإدارة الفعالة يسمى تاريخيا( توقيت السوق MARKET TIMING) [ الراوي، 1999، ص 33-34]. و عليه و اعتمادا على هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباح غير عادية عندما يحدد جيدا التوقيت المناسب لشراء أو بيع الأوراق المالية، كما أن تحديد نوع الورقة المالية كذلك له دور في تحقيق أرباح غير عادية.

## 2- الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في السهم

يوجه هذا النوع من الاستراتيجيات خاصة لصغار المستثمرين الذين لا يستثمرون أموالهم في صناديق الاستثمار ، أو أنهم يستثمرون جزء من أموالهم في محفظة أوراق مالية، ويخصصون جزء آخر للاستثمار في أسهم منشأة واحدة بعينها. لذلك جاءت هذه الاستراتيجيات لتساعد صغار المستثمرين في التقليل من مخاطر الاستثمار في أسهم منشأة واحدة. من هذه الاستراتيجيات نذكر : إستراتيجية السمة الواحدة، واستراتيجيات السمات المتعددة.

### 2-1- إستراتيجية السمة الواحدة

إن المتتبع لهذه الإستراتيجية سيجد أنها تعتمد بصورة كبيرة على مبادئ التحليل الأساسي ، إلا أنها لا تعترف بكفاءة السوق. من بين استراتيجيات السمة الواحدة نذكر مايلي:

### 2-1-1- إستراتيجية المضاعف

يقصد بهذه الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له( نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي. ومن بين تطبيقات هذه الإستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة، أو أقل من 90 % من مضاعف الربحية لمؤشر S&P 500 . فشراء هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق، وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات، كما يؤكده المنطق خاصة إذا لم يحدث تغير ملموس في ظروف المنشأة المصدرة للسهم [ هندي، 1999، ص451].

### 2-1-2- إستراتيجية السهم المشتق و الأسهم مقابل التوزيعات

يقصد باشتقاق السهم منح أسهم جديدة مقابل سهم قديم، هذه السياسة من شأنها أن تساهم في زيادة عدد الأسهم و انخفاض القيمة السوقية للسهم، وبالتالي لن يجد المستثمر صعوبة في تصريف هذا السهم. يضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد بمثابة رسالة إلى المتعاملين في السوق مؤداها أن الإدارة تتوقع أداء متميزا للمنشأة في المستقبل.

باختصار يتمتع السهم الذي يتوقع له الاشتقاق بسمتين أساسيتين، أولهما سيولة أفضل، وثانيهما قيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق. وما ينطبق على الأسهم التي يتوقع أن تشتق، ينطبق كذلك على أسهم المنشآت التي يتوقع أن تصدر أسهما مقابل توزيعات.[ هندي، 1999، ص451 - 452].

أما توزيع الأسهم مقابل توزيعات ، فنقصد به قيام المنشأة بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها عوض القيام بتوزيعات نقدية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة رأسمال الشركة، والى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

الميزة في هذه السياسة أن يكون المستثمر قادرا على شراء السهم قبل اشتقاقه أو توزيع أسهم مجانية عليه، لأنه لو تمت عملية الاشتقاق و التوزيع فعلا، فلن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لأن سعر السهم سيرتفع بعد ذلك.

### 2-1-3- استراتيجة السهم ذو التوزيعات المتزايدة

تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بتحقيق أرباح غير عادية إذا توقع أو استطاع أن يحصل على معلومات تفيد بقيام المنشأة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح على الأسهم، وقام بشراء أسهم هذه المنشأة قبل إعلانها عن عملية التوزيع. لأن هناك فكرة سائدة في مجال الاستثمار مفادها أن المنشأة التي تقوم بإجراء زيادة في معدل توزيع الأرباح ستعرف ازدهار في أدائها في المستقبل، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

### 2-1-4- إستراتيجية الإصدارات الجديدة

تقوم هذه الاستراتيجة على فكرة أن الإصدارات الجديدة ، أي الأوراق المالية التي تطرح أول مرة للجمهور ، تباع في الغالب بقيمة تقل عن قيمتها الحقيقية لذلك يفضل شراء أسهم المنشآت التي تطرح إصدارات لأول مرة قصد تحقيق أرباح رأسمالية. و عليه فان حصول المستثمر قبل غيره من المستثمرين على معلومات تفيد بقيام المنشأة بإصدار أسهم لأول مرة بأقل من قيمتها الحقيقية، أو بقيمتها الحقيقة أو أكثر في بعض الأحيان، سيمكنه من تحقيق أرباح غير عادية، بشرائه أسهم المنشأة في الحالة

الأولى و إعادة بيعها عندما ترتفع أسعارها. كما ستمكنه من تجنب الخسارة في الحالة الثانية، لأنه يعلم أن الأسهم طرحت لأول مرة بقيمة تعادل قيمتها الحقيقة أو تفوقها.

كما تجب الإشارة هنا إلى أن هذه الإستراتيجية تحمل في طياتها بعض المخاطرة، الناتجة عن نقص المعلومات المتاحة عن المنشأة التي تطرح إصدارات جديدة لأول مرة.

### 2-1-5- الأسهم التي يعاد شراؤها أو الأسهم القابلة للاستدعاء

قد تقوم المنشأة في بعض الأحيان بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأصدرتها، و ذلك لعدة أسباب. من بين هذه الأسباب، اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي، و أن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح. كذلك قد تستهدف من إعادة الشراء خلق تعامل نشط على السهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثرا على سيولته و على القيمة السوقية بالتبعية، ولكن بشرط أن يكون دخولها للشراء عن قناعة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي، وإلا وقعت تحت طائلة القانون.

كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم، إذ أن قرار إعادة الشراء – بهدف تخفيض عدد أسهم رأس المال– من شأنه أن يحد من المعروض من أسهم المنشأة، وهو ما يسفر عن زيادة في ربحية السهم، وفي قيمته السوقية بالتبعية. و يضيف **فرنش** سببا آخر هو رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العاملين في ملكية المنشأة، أو استعدادا لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الاختيار التي حصلوا عليها STOCK OPTION. وكلها مؤشرات ايجابية لمستقبل السهم [ هندي،1999 ، ص 237-238].

### 2-1-6- أسهم الشركات الصغيرة

هناك اعتقاد سائد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق، لذلك يمكن للمستثمر الصغير أن يستثمر أمواله في أسهم هذا النوع من الشركات. فقط يجب الأخذ بعين الاعتبار نقص

المعلومات الخاصة بهذه الشركات، كما أن هناك من يتخوف من الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة، نظرا لصغر حجمها، وانخفاض نسبة السيولة فيها.

و قد انتقد **رول** (ROLL,1981 ) و **تشان وتشن** (CHAN & CHEN, 1988 ) و **هاندا** و زملائه (HANDA et all , 1989) ، فكرة تأثير الحجم الصغير على أساس أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر، إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمر غاية في الصعوبة. كذلك تواجه الفكرة انتقادا آخر مفاده أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة، ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها، بل أيضا بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق ( التجار والمتخصصين)، الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وأيضا بسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر، وهو ما يساهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات . وبالتالي قد تحقق أسهم تلك المنشآت عائدا إجماليا متميزا، إلا أن تكلفة المعاملات كفيلة بأن تلتهم جزءا من ذلك العائد [ هندي، 1999، ص 455-456].

## 2-1-7- أسهم المنشآت الخاسرة

وهي إستراتيجية الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت خسائر خلال سنة مالية معينة. و بالرغم من أن المنطق و الرشادة الاقتصادية تستبعد إطلاقا اتخاذ القرار بالاستثمار في أسهم هذه المنشآت.غير أن هناك دراسات أثبتت أن الاستثمار في أسهم منشآت حققت خسائر، يكون أكثر ربحية من الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباح. حيث أن ورود معلومات إلى السوق بشأن تحقيق المنشأة لخسائر سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة، وهو ما سيؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، لكن مع اشتراط أن تكون هذه المعلومات غير أكيدة. بعد ذلك أي بعد زوال حالة عدم التأكد، وبعد تحقيق المنشأة للأرباح سينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للسهم. ومن هنا تجب الإشارة إلى أن العائد المحقق من الاستثمار في أسهم

المنشآت التي كان من المتوقع أن تحقق خسائر – غير أنه لم يتأكد ذلك- يكون أكبر من معدل العائد الذي تحققه منشآت حققت أرباح فعلا. أي أن الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المنشآت التي سبق و حققت خسائر، بعد زوال حالة عدم التأكد و تحقيقها للأرباح، سيكون أكبر من الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المنشآت التي سبق لها وأن حققت أرباح.

## 2-2- استراتيجيات السمات المتعددة

تهدف هذه الاستراتيجيات إلى تحديد مجموعة من المميزات التي يجب أن تتوفر في المنشأة المراد الاستثمار في أوراقها المالية. لكن هذا لايعني أن تتوفر بالضرورة جميع هذه السمات، فبعض الدراسات أثبتت أنه حتى المنشآت التي تتوفر على بعض هذه السمات استطاعت أن تحقق الهدف من إتباع هذه الإستراتيجية. و لكن تجب الإشارة هنا أن هذه الاستراتيجيات خاصة فقط بالولايات المتحدة الأمريكية ، وفي هذا الصدد اقترح **بنجامين قراهام" BENJAMIN GRAHAM"** الذي يعتبر الأب الروحي لتحليل الأوراق المالية عددا من السمات بناءا عل خبرة طويلة وواسعة في تحليل الأوراق المالية، وتتمثل هذه السمات في :

1- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة " BOND YIELD "AAA على الأقل.

2- أن يكون مضاعف الربحية ( نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من 40% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.

3- أن يكون معدل عائد التوزيعات DIVIDEND YIELD ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل. و يقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى سعر و أقل سعر يباع به السهم.

4- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل. ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

5- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم اقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة. ويقصد بصافي الأصول المتداولة في هذا الصدد مجموع الأصول المتداولة مطروحا منها القيمة الدفترية لمجموع القروض و الأسهم الممتازة.

6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.

7- أن لا تقل نسبة التداول عن 2.

8- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة على أساس التعريف السالف الذكر.

9- أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن 7%.

10- أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار، ويقصد بالاستقرار في هذا الصدد أن لا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل 5% أو أكثر[ هندي ، 1999، ص 228،229].

و على غرار **بنجامين قراهام** ، قدم **رينجانوم REINGANUM** دراسة كشفت عن أربعة سمات لو توافرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءا من مخصصات محفظة أوراقه المالية، لحقق عائدا على الاستثمار يفوق متوسط عائد السوق، وتتمثل هذه السمات في:

1- تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية للمنشأة

2- أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم

3- أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية اقل من الواحد الصحيح، هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقة، مما يتيح فرصة لتحقيق أرباحا رأسمالية في المستقبل.

4- أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي كما ينبغي أن تكون القوة النسبية للسهم 70 على الأقل. هذا وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثنى عشر شهرا الماضية، وقد أعطى **رينجانوم** وزنا قدره 0.4 لربع السنة الأخير،بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع الأخرى من السنة وزنا قدره 0.6 [ هندي ، 1999، ص 449،450].

## خلاصة

إن طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم، بمعنى فيما إذا كانت معلومات خاصة أو عامة، معلومات ماضية أو حاضرة، هي التي تحدد الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، فللسوق الكفء ثلاثة صيغ مختلفة.

فرض الصيغة الضعيفة و الذي يعني أن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية عن سعر السهم و حجم التعامل عليه.

الصيغة الثانية لكفاءة السوق فهي الصيغة متوسطة القوة، وهي تعني أن سعر السهم لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل المعلومات العامة كذلك، وهي المعلومات الخاصة بالظروف العامة ، وظروف الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى معلومات حول المنشأة المصدرة للسهم محل الاهتمام.

يبقى الفرض الأخير وهو فرض الصيغة القوية، والذي تنعكس فيه جميع المعلومات سواء كانت عامة متاحة لعامة الناس، أو خاصة متاحة لعدد معين من الأفراد، كالإطارات الكبرى في المنشأة، ورئيس مجلس الإدارة، المحللين الماليين...الخ.

وإذا ما رجعنا إلى نتائج الدراسات الميدانية في اختبار الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، فسوف نجد اختلاف و تضارب خاصة حول فرض الصيغة متوسطة القوة. ففي حين يوضح **ستيكل** أن السوق غير كفء، إذ يستطيع بعض المستثمرين أن يحققوا أرباح غير عادية، نتيجة لوجود فاصل زمني بين وصول المعلومة و انعكاسها على سعر الورقة المالية، يسمح لهم بإجراء تحليلات لتلك المعلومات و يحققون بذلك أرباح. نجد في المقابل **بيرس** و **رولي** يؤكدون على صحة فرض الصيغة متوسطة القوة.

على العموم ، وإجمالا نجد أن هناك شبه اتفاق من خلال الدراسات الميدانية على أنه لا يمكن التأكيد أن السوق كفء على مستوى الفرض القوي و الفرض متوسط القوة، حتى في ظل مفهوم الكفاءة

الاقتصادية، وهو ما يعطي فرصة للمختصين في التحليل ( التحليل الأساسي) و المحترفين لتحقيق عوائد مميزة.

أما عن فرض الصيغة الضعيفة، فقد ثبت من خلال بعض الدراسات أن الفنيين الذين يقومون بتطبيق أدوات التحليل الفني لم يتمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين، وهو ما يعد تأكيدا لفرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

لكن هذا لايعني أن جميع المستثمرين مقتنعين بهذه الفكرة، أو بالأحرى ليس كل المتدخلين في أسواق رأس المال يتبعون الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق رأس المال.

فهناك العديد من الدراسات التي أثبت فيها الباحثون أن السوق يمكن أن يعرف حالة عدم توازن من خلال اختلاف معدلات العائد التي يحققها المستثمرون، بمعنى أنه لا يمكن لجميع المستثمرين تحقيق عوائد متساوية وهذا راجع لعدة عوامل ، نذكر منها عدم تماثل المعلومة، أثر نهاية الأسبوع، تأثير نهاية السنة، تأثير الحجم، تأثير نسبة سعر السهم إلى ربحيته، عدم رشادة المستثمرين ...الخ، وهي كلها عوامل تقلل من كفاءة السوق، وبالتالي تدفع بمجموعة من المستثمرين إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال. لكن مع ذلك فان قناعة المستثمرين بعدم كفاءة السوق هو الذي سيدفع بالسوق إلى حالة التوازن ومن ثم تتحقق له الكفاءة. لأن عدم كفاءة السوق تعني وجود اختلاف بين القيمة الحقيقة للورقة المالية و قيمتها السوقية، وهذا ما سيشجع المستثمرين على التدخل كبائعين أو مشترين، في حالة ما إذا كانت الورقة المالية مقيمة بأكبر أو بأقل من قيمتها الحقيقة.

لذلك فانه ومن أجل اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة لا بد من التحديد الجيد لقيمة الورقة المالية، وهو ما سنحاول دراسته من خلال الفصل الموالي.

# الفصل الثالث

# قـيمـــــــة الورقة المالية

## تمهيد

ليس من السهل بما كان القيام بعملية تقييم للسهم ، نظرا لما تتطلبه هذه العملية من إلمام شامل باستراتيجيات إدارة المنشأة، والنظريات الاقتصادية، وطرق التحليل و التقييم ، ظروف السوق و طرق المنافسة، التطور التكنولوجي و تأثيره على المنشآت و المعاملات داخل أسواق رأس المال. و إن كانت عملية تحديد قيمة السهم عملية صعبة فان الأصعب منها هو تحديد قيمة السهم في ظل سوق يتميز بالكفاءة، نظرا لتعقد مفهوم الكفاءة ، و كذلك نظرا لصعوبة تحقق الكفاءة الكاملة لأسواق رأس المال فحتى لو تحققت فستتحقق الكفاءة الاقتصادية ، وستتحقق في صيغتها الضعيفة. ظهرت نظريات القيمة التساهمية من خلال الأعمال و الأبحاث التي قام بها كل من Markovitz, 1960 , Modigliani ,Miller , Sharpe,Fama, Treynor.... ، وذلك بداية من سنوات الخمسينات ، كما أن عدد كبير من هؤلاء الاقتصاديين كرموا بجائزة نوبل للاقتصاد.

بدأت القيمة التساهمية تعرف وجود خاص بعد العمل المنجز حول ما يعرف بنموذج تقييم الأصول المالية ( MODELE D'EVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MEDAF [A.BLAK, et autres, 1999, P 25] ، و الذي يقوم على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في ورقة مالية معينة.

و يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان العائد المتوقع من ورقة مالية كبيرا ، كلما كان الخطر كبيرا و العكس صحيح . و هو الأمر الذي يجعلنا نتساءل عن الكيفية التي تتحدد بها قيمة الورقة المالية، بمعنى ما هي قيمة الورقة المالية التي يتم على أساسها التبادل ، أو بعبارة أخرى كيف تؤثر تقديرات المستثمرين للإيرادات المستقبلية للمنشأة و توزيعاتها على العرض و الطلب ومن ثم على قيمة الورقة المالية.

انطلاقا من هذا سنحاول إلقاء نظرة على كيفية تقييم السندات والأسهم، باعتبار السند ورقة مالية يتم التعامل عليها في أسواق رأس المال شأنها شأن الأسهم، هذا وان كان الجزء الأكبر من المعاملات يتم على الأسهم. أضف إلى كل ذلك أن قيمة المنشأة تعكسها قيمة أسهمها و سنداتها معا.

## المبحث الأول: القيمة أو السعر

سنحاول من خلال هذا المبحث تبيان ماهية القيمة أو السعر، كما سنتناول بالدراسة مختلف العوامل المؤثرة بسعر السهم أو الورقة المالية.

### المطلب الأول: ماهية القيمة أو السعر

أعتقد أن قيمة الشئ تنعكس في ثمنه أو سعره، أو أن سعر الشئ يعبر عن قيمته.

في قاموس العلوم الاقتصادية، عرفت القيمة على أنها " الميزة الأساسية( الجوهرية) لسلعة أو لخدمة، المقدرة( المثمنة) من طرف أولئك الذين يستعملونها أو يمتلكونها [BRAVARD , 1969, P2].

من الناحية التاريخية، وبصفة خاصة في فرنسا نجد أن المفهوم الحقيقي لفكرة الثمن كعنصر من عناصر النظام الاقتصادي ظهر في القرن السادس عشر و بخاصة في عام 1572 بناءا على مرسوم صدر من شارل التاسع و الذي نظم الواجبات الملقاة على عاتق الوسطاء الماليين ( شركات البورصة).

فالثمن ينتج عن مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، هذا ولم يقم الكتاب الاقتصاديون بوضع تعريف محدد للثمن داخل البورصة، غير أن معظمهم أجمع على أن أصل الثمن ناتج عن التداولات و المعاملات التي تتم في البورصة ، والذي تقوم شركات البورصة أو الوسطاء الماليون بتسجيله.

و قد قام الفقهاء التقليديون بوضع أول تعريف للثمن في البورصة بأنه: السعر الناتج للورقة المالية و المعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة[ محمد ، 2001، ص 391-392 ].

و الثمن هنا نقصد به السعر، أي سعر الورقة المالية، أو بتعبير أصح قيمة الورقة المالية في البورصة، والذي يتغير تبعا لتغير ظروف السوق، أي حسب العرض و الطلب على الورقة المالية.

و في ظل السوق الكفء يفترض أن يتساوى سعر الورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، و هي القيمة التي تعوض المستثمر عن مخاطر الاستثمار فيها. و لكن قليلا ما تتساوى القيمة الحقيقية للورقة المالية مع قيمتها السوقية، نظرا لأنه من الصعب أن تتحقق للسوق الكفاءة الكاملة. و يحقق سعر الورقة المالية ( قيمتها السوقية) و ظيفتين أساسيتين، وظيفة داخلية، ووظيفة خارجية.

تتمثل الوظيفة الداخلية للسعر في كونه يحدد القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وبالتالي فهو يعكس الحالة الحقيقية للسوق. في حين تتمثل الوظيفة الخارجية للسعر في كونه عامل من عوامل التطور الاقتصادي، لا يتحدد من خلال تقديرات شخصية للأفراد، بل يتحدد من خلال تطور قوى العرض و الطلب، كما تحكمه مجموعة من العوامل سنحاول توضيحها من خلال ما سيأتي.

## المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم أو الورقة المالية

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر أو قيمة الورقة المالية ، نذكر منها

### 1- عوامل متعلقة بسوق رأس المال و بالحالة الاقتصادية العامة

من بين هذه العوامل نجد : اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط، منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال، التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال.

### 1.1. اتجاه أسعار سوق الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط

و نقصد بذلك هل أن أسعار الأوراق المالية تتجه نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض.هذا الاتجاه تتحكم فيه مجموعة من العوامل، نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، الكتلة النقدية المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية. فإذا زاد حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، سنسجل

ظهور اتجاه لارتفاع أسعار الأوراق المالية نتيجة لزيادة الطلب، والعكس صحيح. بمعنى أن انخفاض حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية. بمعنى آخر أن المعروض منها يفوق الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

و كخلاصة لكل ذلك يمكننا أن نقول أن اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الانخفاض يخضع لقانون العرض و الطلب على هذه الأوراق المالية. هذا العرض و الطلب الذي يتأثر بدوره بمجموعة من العوامل كحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية ، واتجاهات و تفضيلات المستثمرين. حيث أن تفضيل المستثمر لمجال استثماري آخر غير مجال الأوراق المالية (كالذهب و العقارات)، سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. كما يؤدي إلى انكماش سوق الأوراق المالية نتيجة لانخفاض عدد المتعاملين فيها ، والعكس صحيح.

## 2.1. منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال

إن لاشتداد المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال تأثيرا كبيرا على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، خاصة إذا كانت القوة التنافسية لباقي المجالات أكبر من القوة التنافسية لمجال الاستثمار في الأوراق المالية. أو بتعبير أصح إذا كانت باقي المجالات لها جاذبية أكبر للمستثمرين من مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ويظهر هذا التأثير بشكل أكبر عند تدخل الدولة مثلا. فمثلا إذا كانت الدولة تهدف إلى تشجيع الاستثمار في مجال العقارات، سوف نجد أن السياسة العامة للدولة ستهدف إلى جذب المستثمرين إلى مجال العقارات مما يؤدي إلى انسحاب المستثمرين من الاستثمار في الأوراق المالية إلى الاستثمار في العقارات، وهو الأمر الذي سينتج عنه انخفاض في الأسعار في السوق الأول ( الأسهم)، و ارتفاعها في الثاني ( العقارات).

### 3.1.التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال

قد تقوم بعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الاستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال أخرمن مجالات الاستثمار. هذا وقد تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية إلى فرنسا في 1958 متبعة في ذلك معايير نقدية معينة تم وضعها من جانب الحكومة الفرنسية وقد ساعدت هذه التدفقات على البحث على ارتفاع الأسعار في الفترة من 1959 إلى 1961 .

و يجوز لرؤوس الأموال أن تقوم بالانسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود مخاطر معينة مثل مخاطر الحرب و الاضطرابات الاجتماعية – كالإضراب– أو تعرض حق الملكية لبعض الاعتداءات – كالتأميمات– وهذا ماحدث في نوفمبر 1968 حيث قامت رؤوس الأموال الفرنسية بالهروب إلى ألمانيا مما سبب انخفاضا كبيرا في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية [ محمد،2001، ص 395،396].

## 2.عوامل متعلقة بالورقة المالية

تصدر الورقة المالية بسعر معين، وهو ما يعرف بالقيمة الاسمية، تتغير هذه القيمة فيما بعد أثناء التعامل بها بيعا وشراء، وهذا راجع لعدة عوامل، منها عوامل تتعلق بالورقة المالية في حد ذاتها، ومن بين هذه العوامل يمكن أن نذكر:

### 1.2.درجة العائد

من المعروف أن الفرد يقبل عادة على شراء الأوراق المالية التي تكون عوائدها مرتفعة، أو بتعبير آخر يقبل الأفراد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية التي تكفي عوائدها لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. مع العلم أنه يوجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، الأسهم وتعتبر الأرباح هي العوائد المنتظرة من وراء الاستثمار في الأسهم ، وهي

متغيرة. و يوجد كذلك السندات التي تدر عائدا ثابتا و هو الفائدة. وعليه فان قيمة الورقة المالية تتغير تبعا لتغير عائدها.

## 2.2. أهمية المدخرات

يجب أن نأخذ في الاعتبار أهمية المدخرات، إذ أن هذه المدخرات تعتبر ضمانا لثبات الربح ودوامه، كما أن هذه المدخرات تسمح بزيادة رأس المال عند الاقتضاء [ محمد، 2001، ص 393].

## 3.2.الزيادة في رأس المال العيني

قد تؤدي الزيادة في أصول الشركة إلى ارتفاع في أسعار أوراقها المالية بطريقة غير مباشرة.

كما أن اندماج شركة مع شركة أخرى سوف يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة وهو ما سينعكس ايجابيا على قيمة أوراقها المالية نتيجة لتطور أعمالها، وزيادة قوتها السوقية، زيادة مبيعاتها...الخ من الأسباب.

## 3.عوامل فنية متعلقة بآليات خاصة بالبورصة

من بين العوامل الفنية الخاصة بآليات عمل البورصة يمكن أن نذكر؛ علم النفس المتعلق بالبورصة، درجة اتساع السوق، صفة حاملي الأوراق المالية، العمليات الآجلة.

## 1.3.علم النفس المتعلق بالبورصة

تتأثر البورصة كثيرا بتوقعات المتعاملين فيها، سواء كانت هذه التوقعات متشائمة أو متفائلة، إذ أن طبيعة هذه التوقعات يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في أسعار الأوراق المالية هبوطا أو صعودا. فمثلا التنبؤ بحدوث حرب، أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة للإفلاس من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.

## 2.3. درجة اتساع السوق

يتسم السوق بالسعة BREADTH MARKET عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء، حيث يسهل في ظله إعادة الخلل في الأسعار بسرعة. وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية [ هندي، 1999، ص 407]. و على العكس من ذلك فان قلة عدد الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة سيؤدي إلى حدوث انكماش، و كل هذا سيؤثر على كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتعامل بها.

إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك فرق بين اتساع السوق ، وعمق السوق. فعمق السوق نقصد به أن تكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند المستويات العليا و الدنيا لأسعار الأوراق المالية.

أما اتساع السوق فنقصد به أنه بالإضافة إلى كون أوامر البيع و الشراء مستمرة عند المستويات العليا و الدنيا، فيجب أن تكون كبيرة كذلك.

## 3.3.صفة حاملي الأوراق المالية

تعتبر صفة حاملي الأوراق المالية من أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية من الناحية الفنية، إذ أن الأوراق المالية يتم تداولها بين العديد من الأيدي، و تصبح محفوظة في محافظ الأوراق المالية . ويقال أن الورقة "مصنفة" داخل محفظة الأوراق المالية، أي موضوعة طبقا لترتيب معين لبقية الأوراق المالية الأخرى التي تشترك معها في بعض الخصائص، مثل وجود محفظة خاصة بالأسهم و أخرى خاصة بالسندات،و يكون سوقها أقل انتهاكا من غيره من الأسواق الأخرى لتنوعها لأن تنويع الأوراق المالية داخل محفظة المضارب يؤدي إلى الحد من المخاطر [ محمد ،2001، ص397].

وعليه يمكن القول كذلك أن طريقة إدارة محفظة الأوراق المالية تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية، ذلك لأن التنويع في مكونات المحفظة من شأنه أن يقلل من مخاطر التقلبات في أسعار ورقة مالية معينة، فبدلا من تخصيص مبالغ مالية ضخمة للاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية، يمكن توزيع المبلغ المستثمر على أكثر من نوع من الأوراق المالية، لتفادي الخسائر التي قد تنتج عن حدوث انخفاض حاد في سعر ورقة مالية معينة، وهذا انطلاقا من المثل الذي يقول " لا تضع كل البيض في سلة واحدة".

## 4.3.العمليات الآجلة

التغيرات السعرية التي تحدث في سوق العمليات الآجلة تكون أكبر من تلك التي تحدث في السوق العاجلة. حيث أنه في إطار سوق العمليات الآجلة يتم عقد صفقات بيع أو شراء على كميات كبيرة من الأوراق المالية، لكن لا يتم تنفيذها في الحال وإنما تؤجل إلى فترات لاحقة، وكذلك لا يتم دفع ثمنها فورا، وهذا لتحقيق فارق في الأسعار بين تاريخ عقد الصفقة و تاريخ تنفيذها و هو ما يعرف بالمضاربة. و قد ينتج عن المضاربة ارتفاع كبير و مفاجئ في أسعار الأوراق المالية، كما قد يحدث و أن تنخفض أسعار الأوراق المالية انخفاضا محسوسا.

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن صناع السوق يساهمون في تحديد أسعار الأوراق المالية انطلاقا من حجم أوامر البيع و الشراء التي يتلقونها من المستثمرين، علما أن المتخصصون هم الذين يمثلون صناع السوق في الأسواق المنظمة (البورصة) في الولايات المتحدة الأمريكية.بينما يعتبر التجار هم صناع السوق في الأسواق الغير منظمة.و يبدي صانع السوق استعداده الدائم لبيع الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما يبدي استعداده بنفس الدرجة لشراء الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في بيعها أي أن صناع السوق يمارسون دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون في الشراء، وأولئك الذين

يرغبون في البيع، ولكن نظرا لأن الراغبين في شراء و الراغبين في بيع ورقة مالية ما عادة ما يتخذون قراراتهم في توقيت مختلف، فان مخزونا كافيا من تلك الورقة لا بد أن يكون متاحا لدى صناع السوق و ذلك لتلبية طلبات العملاء [ محمد، 2001، ص 400].

وعليه يمكن القول أنه لتحديد سعر ورقة مالية ما يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على سعر الورقة المالية ( كما سبق وأوضحنا)، بالإضافة إلى عدد الأوراق المالية المطلوبة والمعروضة. كما يجب تحديد أو اختيار الطريقة المناسبة لتحديد سعر الورقة المالية، نظرا لاختلاف و تعدد الطرق المستعملة في ذلك إذ تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية تداولا في أسواق رأس المال نظرا لكثرة التعامل بها، لذلك سنحاول إلقاء الضوء على أكثر الطرق المستخدمة في تقييم السهم، أو تحديد سعره لكونه يمثل محور دراستنا، لكن هذا لايمنع من توضيح طرق تقييم السندات كذلك انطلاقا من كون أن القيمة السوقية للمنشأة لدى بعض الباحثين تساوي القيمة السوقية للسندات مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم .

لكن قبل دراسة طرق تقييم الأسهم والسندات بالتفصيل، تجدر الإشارة أولا إلى محددات القيمة السوقية للورقة المالية، والمقصود بذلك عائد ومخاطر الاستثمار في الورقة المالية.

## المبحث الثاني: محددات القيمة السوقية للورقة المالية

لا يمكننا الحديث عن القيمة السوقية لأي ورقة مالية، دون التطرق إلى معدل العائد أو معدل الخصم، وهذا ما يتضح لنا جليا من خلال مختلف النماذج المستعملة في تحديد القيمة الحالية للورقة المالية ( التي سنتطرق لها لاحقا في طرق تقييم الأسهم والسندات)، حيث يكاد لا يخلو نموذج من معدل العائد، أو بعبارة أصح لا يمكننا أصلا تحديد قيمة أي ورقة مالية دون تحديد معدل العائد، ويرتبط هذا الأخير ارتباطا وثيقا بالخطر الناتج عن الاستثمار في الورقة المالية، حيث أن عائد الأوراق المالية التي لها

نفس تاريخ الاستحقاق متغير تبعا للخطر الخاص بها.....، كلما كان الخطر المرتبط بالورقة المالية كبيرا ، كلما كان عائد هذا الأصل مرتفعا [CHAÎNEAU ,1975,P 86 ].

وعليه يعتبر العائد المتوقع و المخاطر العاملين الأساسيين في اتخاذ أي قرار استثماري، هذا وان كان من الصعب تحديد العائد المتوقع بدقة، إلا أنه يمكن وضع مجموعة من الاحتمالات لهذا العائد.

## المطلب الأول: العائد المتوقع من الاستثمار

يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة ( أو المسجلة) بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها [TEULIE , TOPSACALIAN, 1997, P 41]. و لحساب العائد التاريخي أو العائد المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معينة، يجب تحديد سعر الورقة المالية خلال فترة محددة، بالإضافة إلى تحديد التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، وبذلك فان العائد التاريخي يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في سنتين أو فترتين مختلفتين مضافا إليه التوزيعات في حالة الأسهم ، أو الفوائد في حالة السندات، مقسوما على سعر الورقة المالية في سنة الأساس. و بصفة عامة يحسب العائد الإجمالي السنوي كما يلي :

$$\frac{\text{الدخل الموزع} + \text{الربح الرأسمالي}}{\text{قيمة الاستثمار المبدئي}} \times \frac{360}{\text{مدة الاستثمار بالأيام}} \qquad (1-3)$$

[ حنفي، 2000، ص 117].

من السهل الحصول على البيانات أو المعلومات التاريخية التي تمكن المستثمر من حساب العائد التاريخي للسهم أو للسند الذي يرغب في الاستثمار فيه، لكن الصعوبة تكمن في تقدير العوائد المستقبلية أو المتوقعة. و طالما أننا ننشط في عالم يتصف بعدم التأكد فيما يخص التنبؤ بالمستقبل فانه من الصعب جدا تحديد العائد المتوقع بدقة. وبالتالي لا يكون أمام المستثمر من خيار سوى وضع إطار للتوزيع

الاحتمالي للعائد المتوقع، والمقصود بذلك أن يقدر المستثمر عدد الاحتمالات الممكنة لتحقيق هذا العائد، ووزن كل احتمال، وقيمة العائد المقابلة في كل حالة. وإذا ما توصل المحلل إلى قيمة المتغيرات الثلاثة، حينئذ يمكنه تقدير العائد المتوقع من الاستثمار، و الذي لا يخرج عن كونه المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقعة في ظل كل احتمال و توضح المعادلة (3-2) كيفية حساب العائد المتوقع من استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي المشار إليه.

$$K = \sum_{s=1}^{n} Ms\ Hs \qquad (3 - 2)$$

أو

$$K = M_1H_1 + M_2\ H_2 + \ldots + Mn\ Hn \qquad (3 - 2 - 1)$$

حيث " K" تمثل القيمة المتوقعة للعائد،"n" تمثل عدد الاحتمالات، "Hs" تمثل وزن الاحتمال "s"، أما "Ms" فتمثل العائد المتوقع في ظل الاحتمال "s".

و يطلق الاحصائيون الرياضيون على القيمة المتوقعة بالعزم الأول FIRST MOMENT للتوزيع الاحتمالي .أما العزم الثانيSECOND MOMENT للتوزيع الاحتمالي فيقصد به التباين VARIANCE الذي يقيس المخاطر [ هندي، 1999، ص 249.248] . لان التباين يمثل مربع الانحراف المعياري، ويمثل هذا الأخير مقياسا لدرجة تشتت معدلات العائد، حيث أنه كلما زاد التشتت في هذه المعدلات، كلما زادت المخاطر. ويرمز للانحراف المعياري بالرمز σ (sigma) ، بينما التباين هو مربع الانحراف المعياري $(\sigma)^2$ .

كما يمكننا استخراج قيمة العائد المتوقع من خلال معادلة تحديد القيمة العادلة للسهم، في إطار نموذج خصم التوزيعات ، الذي سبق و تطرقنا إليه، لكن يشترط في هذه الحالة أن يكون معدل نمو التوزيعات ثابت، وهو ما يحد من استخدام هذا النموذج ، وهو ما يسمى بنموذج جوردن **Gordon Model**أو نموذج التوزيعات ، أو نموذج مقسوم الأرباح.

هناك نموذج آخر لتحديد معدل العائد ، يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **CAPM** .حيث يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين Rm يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر زائدا علاوة المخاطر RISK PREMUIM أي أن :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر أو

$$Rm = Rf + Rp \qquad (3-3)$$

$$= Rf + beta\ (L - Rf) \qquad (3-3-1)$$

حيث أن Rm = معدل العائد المطلوب ( معدل الخصم) و سعر الفائدة السوقية.

Rf = معدل العائد الخالي من المخاطر

Beta = معامل إحصائي

L = معدل العائد لمحفظة الأوراق المالية في السوق( محفظة السوق)

[الشمخي ، الجزراوي ، 1998 ،ص 342 ،343].

حيث يمثل Rf معدل العائد الخالي من المخاطر، والذي يقصد به سعر الفائدة الخاص بالأوراق المالية الحكومية و خاصة أذونات الخزينة ، حيث أن سعر الفائدة عليها منخفض جدا مقارنة بأسعار الفائدة الخاصة بالأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل ، وهذا راجع لكونها خالية تماما من المخاطر.

أما "Beta" فهو المعامل الإحصائي الذي يقيس المخاطر النظامية، والتي يقصد بها المخاطر العامة الخاصة بالاقتصاد ككل، كمخاطر الركود ، الانكماش، ومخاطر التضخم ....الخ.

و معامل بيتا هو مقياس لتوافق معدل عائد سهم معين مع عائد مجموعة من الأسهم في السوق و التي تشكل محفظة السوق، أو هي مقياس تقلب عائد السهم الواحد قياسا بمتوسط عوائد الأسهم في السوق ( أي لمجموع الأسهم في السوق) يساوي 1 عدد صحيح . و لهذا فان عائد السهم الواحد سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد المحفظة في السوق صعودا ونزولا.

و المعروف أن متوسط عوائد السوق في أمريكا يقاس عادة وفقا لمتوسط داو جونز(DOW JONES) أو وفقا للرقم القياسي لتداول أسهم نيويورك. [ الشمخي ، الجزراوي ، 1998 ، ص 343 ،344].

انطلاقا من ذلك فانه إذا زاد معامل "بيتا" عن الواحد الصحيح، فان هذا يعني أن عائد السهم سيكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق. و إذا انخفض معامل "بيتا" عن الواحد الصحيح، فان هذا يعني أن عائد السهم سيكون أقل تقلبا من عائد محفظة السوق. أما إذا كان معامل "بيتا" يساوي الصفر، فان معدل العائد سوف يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر. و إذا كان معامل "بيتا" يساوي واحد ، فانه لو تغير معدل العائد على أسهم المحفظة بنسبة 5% ( زيادة أو نقصان)، فان ذلك سوف يؤثر على معدل العائد للسهم الواحد بنسبة 5% ( زيادة أو نقصانا).

## المطلب الثاني: المخاطر وعدم التأكد

الخطر المالي مرتبط بصورة أساسية بسيولة الاستثمار المعني، بمعنى قابلية الأصل لكي يحول إلى نقود في أسرع وقت ممكن و بدون خسارة في القيمة [ VERNIMMEN , 1976, P 22].

هذا إذا ما تعلق الأمر بمستثمر يملك أوراق مالية مثلا ويرغب في بيعها، وعليه فان الخطر الذي يواجهه في هذه الحالة مرتبط بكيفية تخلص هذا المستثمر من الأوراق المالية التي بحوزته بالسعر المناسب ، دون أن يحقق خسائر ناتجة عن الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع ، وفي أسرع وقت ممكن. أما إذا كان التحليل منصب على مستثمر يرغب في الاستثمار ( شراء) أصل معين، فان الخطر في هذه الحالة يظهر نتيجة عدم التأكد من التدفقات النقدية.

و يقدم بيتي و زملاؤه [ PETTY ET AL , 1982, P 306 ] تعريفا آخر للمخاطر، إذ ينظرون إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد ( التدفقات النقدية) الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا....و يشير قتمان [GITMAN ,1991 ,PP158-159 ] إلي وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد، ويتمثل هذا الفرق في

مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقيق التدفق النقدي. فالمخاطر تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة( توزيع احتمالي) OBJECTIVE PROBABILITY DISTRIBUTION بشأن التدفقات النقدية المستقبلية [ هندي ، 1999 ، ص 250].

أما عدم التأكد فيقصد به أن المستثمر لا يحوز على أي معلومات تاريخية يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية الممكن الحصول عليها مستقبلا عند الاستثمار في أصل معين. و إذا قام المستثمر بوضع توزيع احتمالي في ظل عدم التأكد، فان هذا التوزيع الاحتمالي سيكون موضوع على أساس شخصي، لأن المستثمر سيحدد هذا الإطار الاحتمالي ، انطلاقا من قناعاته الشخصية، أو من خلال البيانات و المعلومات التي يحصل عليها من مصادر مختلفة غير متاحة مباشرة. في حين في ظل المخاطرة يكون للمستثمر بيانات تاريخية متاحة لديه يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ويكون هذا التوزيع الاحتمالي موضوعي في هذه الحالة.

يتضح جليا أن الفرق بين المخاطرة و عدم التأكد يتمثل في الكيفية التي يتم بها وضع التوزيع الاحتمالي ، وبما أنه عند تقييم الاستثمار لا تهم الطريقة المعتمدة في إعداد التوزيع الاحتمالي ، فانه يمكن في هذه الحالة اعتماد المصطلحين ليعنيان في نفس الوقت التقلب في التدفقات النقدية المستقبلية للاستثمار المعني.

## 1. مفهوم المخاطر الكلية

مفهوم الخطر في المالية قريب جدا من مفهوم عدم التأكد. يمكن أن يكون كذلك لخطر الورقة المالية عدة مصادر، نميز بصورة خاصة المخاطر الاقتصادية( سياسية، طبيعية، التضخم...الخ) التي تهدد التدفقات المرتبطة بالأوراق المالية وتغير العالم الاقتصادي ، والأخطار المالية ( سيولة، صرف، معدلات....الخ)

[VERNIMMEN , 2005, P04, www.Vernimmen.net / 15/01/2008/ 1 :30]

إن المخاطر الكلية للاقتراح الاستثماري تزداد كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة ويمكن قياس التشتت كميا إما بالتباين أو بالانحراف المعياري.

نريد أن نشير إلى أنه يمكن اعتماد " الانحراف المعياري" كأساس للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية في حالة تساوي التدفقات النقدية المتوقعة من كل اقتراح استثماري. و عليه يكون الاستثمار الأفضل هو الذي يعطي أقل انحراف معياري، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه لا يمكننا تطبيق هذه القاعدة، إذا كانت التدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمارات المعروضة مختلفة، و للخروج من هذه الحالة يتم حساب نسبة الانحراف المعياري إلى القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ، وهو ما يطلق عليه اسم " معامل الاختلاف" حيث :

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\sigma}{\hat{م}} \qquad (3 - 4)$$

تشير المعادلة (4 - 3) إلى أن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية . و بذلك فانه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل استثمار، كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه. ومن المتوقع في حالة تباين التدفقات النقدية أن يسفر أسلوب معامل الاختلاف و أسلوب الانحراف المعياري عن نتائج مختلفة بخصوص المخاطر [ هندي ، 1999 ، ص 255 ].

## 2 . أنواع المخاطر الكلية

سبق وأن أوضحنا أن المخاطر تقيس مدى التقلب في التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا. و تنقسم المخاطر الكلية إلى قسمين أساسيين ؛ مخاطر منتظمة لايمكن التخلص منها بالتنويع، ومخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها بالتنويع.

## 1.2. المخاطر المنتظمة

المخاطر المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، وكما يظهر من تسميتها هي المخاطر العامة و التي تخص العوامل الكبرى لتطور المجتمع ، كالعوامل السياسية ( الحروب، الثورات...الخ) ، العوامل الاقتصادية ( الركود ، الانتعاش، التضخم، معدلات الفائدة....الخ) ، وغيرها من العوامل التي تخص البيئة الكلية للمنشأة، وعليه فانه من الصعب جدا التخلص من هذه المخاطر بتنويع مكونات محفظة الأوراق المالية ، و ذلك بالاستثمار في الأوراق المالية لعدة منشآت، ذلك لأن الأوراق المالية لجميع هذه المنشآت ستكون معرضة لنفس المخاطر لكن بنسب مختلفة. إلا أنه وحسب أسلوب " ماركوتز" في التنويع يمكن التقليل من المخاطر المنتظمة ، وذلك مثلا بالاستثمار في أوراق مالية دولية، بمعنى شراء أوراق مالية لمنشآت تعمل في دول خارج المحيط الكلي الوطني، ليكون بذلك الاستثمار في أوراق مالية لا تتعرض لنفس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأوراق المالية لمنشآت وطنية، بتعبير آخر محاولة شراء أوراق مالية يكون معامل " بيتا" فيها منخفض.

## 2.2 . المخاطر غير المنتظمة

المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر المرتبطة بكل صناعة على حدا، أو كل قطاع نشاط على حدا، أو كل منشأة علي حدا، وعليه يمكن التقليل أو التخلص من المخاطر غير المنتظمة بالاستثمار في الأوراق المالية لمنشآت مختلفة، وذلك عملا بالقاعدة التي تقول " لا تضع كل البيض في سلة واحدة". ومن الأمثلة عن المخاطر غير المنتظمة، ركود سوق سلعة معينة ( انخفاض الطلب على سلعة معينة)، تغير مجلس إدارة شركة معينة، ندرة مادة أولية معينة في السوق، إضراب العمال، تراكم ديون منشأة معينة، ظهور إشاعة عن احتمال إفلاس شركة معينة...الخ . و حيث أنها تؤثر على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فيجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدا [ محمد، 2000، ص 27].

و في هذا الصدد يشير فرنسيس [Francis , 1986 , p 164] إلى أنه في مقدمة المنشآت التي تتسم بانخفاض نسبة المخاطر المنتظمة و ارتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة، شركات الأدوية ، وشركات الأغذية.

ففي مثل هذه المنشآت يكون الارتباط ضعيفا بين مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، وحجم مبيعات و أرباح و أسعار أسهم تلك المنشآت.

## 3 . مصادر المخاطر الكلية

يرجع ظهور المخاطر الكلية لمجموعة من العناصر نذكر منها؛ مخاطر السوق، مخاطر سعر الفائدة؛ مخاطر الإدارة ...الخ.

### 1.3. مخاطر الإدارة

تنشأ هذه المخاطر بصورة خاصة عن سوء الإدارة ، أو بتعبير أصح عن اتخاذ قرارات خاطئة قد تنعكس بصورة واضحة على القيمة السوقية للأوراق المالية. لذلك يجب على مسؤولي المنشأة الاعتماد على كل الطرق و التقنيات العلمية( رياضية، إحصائية، آراء الخبراء) في تسيير مختلف الأنظمة الفرعية ( التحتية) في المنشأة و يقصد بذلك وظائفها المختلفة، بهدف التقليل قدر المستطاع من المخاطر التي قد تؤثر على مستقبل المنشأة.

### 2.3. مخاطر التوقف عن السداد

تتمثل مخاطر التوقف عن السداد، في عجز المنشأة عن سداد ديونها أو التزاماتها بسبب ضعف مركزها المالي، هذا الضعف نشأ أساسا عن عدم تقدير جيد للمنافذ التي يجب أن تستثمر فيها المنشأة أموالها مما يجعلها تواجه نقصا في السيولة، وهو لا يعني بالضرورة عجزها التام عن تسديد ديونها، وبالتالي إعلان إفلاسها، وإنما قد تكون ظروف مؤقتة تمر بها المنشأة. مع ذلك فانه في كلتا الحالتين

ستتأثر القيمة السوقية للأوراق المالية لهذه المنشأة بهذه الظروف التي تمر بها. تجدر الإشارة كذلك إلى أن مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات قد يكون مصدرها مخاطر منتظمة، كما قد يكون سببها مخاطر غير منتظمة.

### 3.3. مخاطر القوة الشرائية

تعتبر مخاطر القوة الشرائية من المخاطر المنتظمة، ونقصد بها انخفاض القيمة الحقيقية للأموال و ترتبط مخاطر القوة الشرائية بشكل كبير بمستوى التضخم، والذي نقصد به الارتفاع في المستوى العام للأسعار. و عليه فانه في ظل انخفاض القوة الشرائية ستكون مجبرا على أن تدفع أكثر للحصول على نفس المنفعة التي كنت تحصل عليها قبل ارتفاع الأسعار. و إذا ما طبقنا ذلك على الأوراق المالية فيبدو جليا أن انخفاض القدرة الشرائية للنقود سيؤثر على الاستثمار في هذه الأوراق .

### 4.3. مخاطر سعر الفائدة

كما هو الشأن بالنسبة لمخاطر القوة الشرائية، تعتبر مخاطر سعر الفائدة كذلك من المخاطر المنتظمة. و عليه فانه و مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، فان ارتفاع معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ، والعكس صحيح ؛ أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية.

### 5.3. مخاطر السوق

تنشأ مخاطر السوق market risk نتيجة للاتجاهات الصعودية و النزولية التي تطرأ على سوق رأس المال ، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة ، أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.

ومن الأمثلة على مخاطر السوق التحولات الاقتصادية و السياسية التي حدثت في أوربا الشرقية، والتي امتدت آثارها لأسواق رأس المال في دول أخرى. وهناك كذلك أزمة أسواق رأس المال في جنوب شرق آسيا التي حدثت في أكتوبر 1997 لأسباب عديدة من بينها ضعف النظام المصرفي ثم ما لبثت أن انتقلت تلك الأزمة إلى أسواق العديد من دول العالم. وكما يبدو فان مخاطر السوق هي مخاطر عامة أو منتظمة بطبيعتها [ هندي، 1999، ص 258- 259 ].

## المطلب الثالث: قياس المخاطر المنتظمة

المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تمس منشأة بعينها أو مجموعة منشآت بعينها، ولا يمكن التخلص منها بالتنويع لذلك خصص هذا المطلب لدراسة كيفية قياس المخاطر المنتظمة ، ذلك أن المخاطر غير المنتظمة يمكن التخلص منها بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية. كما أن قياس المخاطر المنتظمة سيسهل علينا التحليل، ذلك لأنه وكما هو معلوم فان المخاطر الكلية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية تتشكل من مجموع المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة. وعليه فانه بتحديد أحد مكونات المخاطر الكلية يمكننا تحديد المكون الآخر. و عموما يستخدم لقياس المخاطر المنتظمة " التغاير ( covariance (cov))"، و نقصد بذلك التغاير بين عائد السهم و عائد سوق رأس المال.

يرتبط التغاير ارتباطا مباشرا بالمخاطر المنتظمة، فكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلا على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيرا [ French , 1989, p 133].

هذا و يحدد اتجاه العلاقة بين عائد السهم و عائد السوق، إشارة التغاير. أو بعبارة أكثر دقة يحدد اتجاه العلاقة إشارة معامل الارتباط الذي هو أحد مكونات التغاير كما سنشير لاحقا. و كقاعدة عامة يمكن القول أن معامل الارتباط ( ط) أو بالأحرى مربع معامل الارتباط ( ط)$^2$ الذي يطلق عليه

الإحصائيين معامل التحديد coefficient of determination هو أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم ( عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق

$$G(i, v) = \sum_{s=I}^{n} (a_{i,s} - \hat{a}i) \times (a_{v,s} - \hat{a}v) / n \qquad (3 - 5)$$

حيث " G " تمثل التغاير بين عائد السهم و عائد السوق ، " ai,s" تمثل معدل عائد السهم "i " في الزمن "s". (âi) تمثل القيمة المتوقعة لعائد السهم "i " . av,s"تمثل معدل السوق " v" في الزمن "s" (âv) تمثل القيمة المتوقعة لعائد السوق .

أما"n" فتمثل عدد المشاهدات [ هندي، 1999، ص261،262 ] .

و عليه و بتطبيق المعادلة السابقة يمكن إيجاد التغاير بين عائد السهم و عائد السوق، فإذا كانت قيمة " التغاير" (cov) موجبة فان هذا يعني أن عائد السهم و عائد السوق يتبعان نفس الاتجاه، بمعنى أن التغير في اتجاه الأسعار في السوق يواكبه نفس الاتجاه لسعر السهم. أما إذا كانت قيمة " التغاير" سالبة فان هذا يعني أن عائد السهم و عائد السوق يسيران في اتجاهان متعاكسان. أي أن التغير في اتجاه حركة الأسعار في السوق يصاحبها تغير في اتجاه عكسي لسعر السهم.

يؤخذ على معامل " التغاير" أنه معامل مطلق لا يمكن التعامل عليه في مقارنة حجم المخاطر المنتظمة بالنسبة لعائد سهمين مختلفين، كما هو الحال بالنسبة للانحراف المعياري. و للخروج من هذا القيد يفضل استخراج معيار نسبي يمكن استعماله في المقارنة في جميع الأحوال، لذلك يمكن استخدام متوسط عائد الأوراق المالية المتداولة في السوق، أي تغاير (cov) محفظة السوق لينسب إليها التغاير.

و لما كان تغاير عائد محفظة السوق يساوي تباين ذلك العائد ، فان المقياس النسبي للمخاطر المنتظمة يمكن صياغتها في المعادلة (6 - 3) التي يطلق على ناتجها معامل بيتا beta coefficient .

$$Beta = G(i, v) / (\sigma v)^2 \qquad (3-6)$$

هندي، 1999، ص 265 ].

لا يمكننا الحديث عن العلاقة بين عائد الورقة المالية وعائد السوق دون التطرق إلى نموذج السوق.

و في إطار التعريف بنموذج السوق يمكن القول أن أكثر نموذج معروف في وصف عائد و خطر لاستثمار في القيم المنقولة هو " نموذج السوق". هذا النموذج بسيط نسبيا ابتكره Markowitz (1952) 1959)، و طور من طرف Sharpe (1964) . الفكرة التي يتجه إليها هذا النموذج هي أن تقلبات سعار القيم المنقولة ناجمة عن تأثير السوق بصفة عامة، وعن أسباب خاصة بكل واحدة من القيم منقولة. [ Jacquillat, Solnik, 1997, p 89] . بمعنى أن التغير في عائد السهم يرجع من جهة إلى سباب خاصة بالسوق ، ونقصد بها المخاطر المنتظمة و التي لا يمكن تجنبها بالتنويع. و من جهة ثانية رجع هذا التغير إلى أسباب خاصة بالسهم بحد ذاته أو مجموعة من الأسهم بحد ذاتها و هو ما يطلق ليه اسم المخاطر غير المنتظمة و التي يمكن التقليل منها بالتنويع. و يقاس عائد السوق بحساب الفرق ن قيمة مؤشر السوق ( ستاندر آند بور ، أو دوجونز) في بداية الفترة و قيمته في نهاية الفترة، مقسوما لى قيمة المؤشر في بداية الفترة أي سنة الأساس . و نفس الشئ بالنسبة لعائد السهم حيث يحسب الفرق ن سعر السهم في بداية الفترة، وسعره في نهاية الفترة و يضاف إلى الفرق قيمة التوزيعات ، مقسوما لى سعر السهم في بداية الفترة أي في سنة الأساس .

يعتمد نموذج السوق في دراسة العلاقة بين عائد السهم و عائد السوق على أسلوب إحصائي يعرف معادلة الانحدار ، أو معادلة خط الانحدار التي تقوم على طريقة المربعات الصغرى ، ويمكن التعبير نها بالمعادلة :

$$Ri = a + bi\, Rv \qquad (3-7)$$

حيث " Ri " تمثل عائد السهم، " a" تمثل تقاطع خط السمة مع المحور الصادي، "bi " تمثل ميل خط الانحدار، " Rv " تمثل عائد السوق.

ووفقا لمفهوم معادلة خط الانحدار فان معامل الانحدار (b) يقيس التغير في عائد السهم أي Ri ( المتغير التابع ) الذي يحدث نتيجة التغير في عائد السوق أي Rv ( المتغير المستقل). وبعبارة أكثر دقة يفسر معامل الانحدار التغير في عائد السهم الذي يحدثه تغير قدره 1% في عائد السوق، وهو بذلك يعتبر مقياسا مقبولا للمخاطر المنتظمة على أساس أن عائد السوق هو نتيجة لمتغيرات عامة تعرضت لها كافة المنشآت المتداول أسهمها في السوق [ هندي، 1999، ص 268، 269].

و كما سبق وأوضحنا وبما أن المخاطر الكلية تتكون من مجموع المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، فان تحديد المخاطر المنتظمة عن طريق معامل التحديد، الذي هو مربع معامل الارتباط $(ط)^2$ سيمكننا من تحديد المخاطر غير المنتظمة وذلك يعني أن المخاطر غير المنتظمة = 1 – المخاطر المنتظمة أي ( 1– $ط^2$).و مما يذكر أن معامل بيتا لعائد السوق يساوي الواحد الصحيح. وعلى ضوء هذه الحقيقة إذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من معامل بيتا للسوق أي أكبر من الواحد، حينئذ يطلق على السهم بأنه هجومي Aggressive stock. أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح، حينئذ يطلق على السهم بأنه دفاعي .defensive stock و عندما يكون معامل بيتا 1,2 مثلا فان هذا يعني أنه إذا ارتفع (انخفض) عائد السوق بنسبة 1% يرتفع (ينخفض) عائد السهم بنسبة 1,2% [ هندي ،1999، ص 269 ، 270].

نريد أن نشير كذلك إلى أنه و بما أن المخاطر المنتظمة لا يمكن تجنبها بالتنويع ذلك لأنها تمس جميع الأوراق المالية وان كان ذلك بنسب متفاوتة، فانه لا يبقى أمام المستثمر من خيار سوى التقليل من حجم المخاطر غير المنتظمة و ذلك بالاستثمار في أسهم عدد من المنشآت المختلفة. إلا أن الأمر ليس سهلا كما يبدو، ذلك أن التنويع لا يتوقف فقط على احتواء محفظة الأوراق المالية على عدد كبير ومتنوع من

الأوراق المالية. بمعنى أن محفظة تحتوي على عدد معين من الأوراق المالية لشركات معروفة و ذات مراكز مالية قوية ، أفضل من محفظة تحتوي على نفس العدد من الأوراق المالية لكن لشركات صغيرة لم ترقى بعد لنفس مستوى الشركات الكبرى. كذلك فان المحفظة التي تضم أوراق مالية لشركات تعمل في قطاعات اقتصادية مختلفة أفضل أو أقل خطرا من محفظة تضم أوراق مالية لشركات تعمل في نفس القطاع الاقتصادي. كما أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة كلما كان " بيتا " المحفظة أكثر استقرار، هذا مع العلم أن " بيتا" للورقة المالية غير مستقر من فترة لأخرى، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على قيمة "بيتا" التاريخية لتقدير قيمتها المستقبلية.

## المبحث الثالث: طرق تقييم السندات

يعتبر السند أصل مالي أو أداة مديونية تلجأ إليه المنشأة أو الدولة لتمويل استثماراتها الدائمة (عادة ما تتجاوز مدته سنة).

و عليه يعتبر السند صك مديونية طويلة الأجل ، يتحصل حامله على فوائد دورية طيلة فترة حياة السند ، بالإضافة إلى استرجاع قيمة السند عندما يحين أجل استحقاقه( تاريخ استهلاك السند) .

توجد السندات ذات الإصدارات الجديدة New Issues ، و السندات القائمة حاليا Outstanding السند عند إصداره يقال عنه بأنه إصدار جديد، وقد تستمر هذه الصفة على السند لفترة زمنية بعد الإصدار ، ففي أمريكا تحدد ( **well street journal**) السندات الجديدة بتلك الإصدارات التي تمت قبل أسبوعين فقط ، أما تلك الموجودات في السوق ( في التداول) تسمى بالإصدارات القائمة [ الشمخي ، الجزراوي ، 1998 ، ص 316].

### المطلب الأول: خصائص السندات و السمات المميزة للاستثمار في السندات

يتميز السند بمجموعة من الخصائص والسمات سنتناول كل واحدة على حدا في ما يلي

### 1. خصائص السندات

للسند عدة خصائص نورد البعض منها من خلال ماسيأتي :

#### 1.1.الخاصية القانونية

نقصد بالخاصية القانونية هنا أن السند يعتبر عقد بين طرفين الدائن والمدين؛ المدين هو المنشأة مصدرة السند ، والدائن هو الطرف المكتتب في هذا السند، وبمجرد شراء السند فهذا يعتبر قبول لشروط هذا العقد ، ونقصد بذلك قيمة السند الاسمية ، معدل الفائدة الدوري ، تاريخ استحقاق السند .

و هي العوامل أو الشروط التي تحددها المنشأة المصدرة للسند كما يحق لحامل السند التنازل عنه في أي وقت دون الرجوع إلى المنشأة المصدرة له.

### 2.1. الخاصية المالية

يكتسب السند الخاصية المالية لكونه أداة من أدوات التمويل طويل الأجل، هذا من جهة، ومن جهة ثانية لأن اتخاذ القرار بإصدار سندات يعتبر قرار مالي. كما أنه ليس من السهل بما كان إصدار قرار مماثل، فقبل الإقدام على إصدار سندات من أجل التمويل، لابد من القيام بدراسة مالية تتضمن المقارنة بين العوائد و التكاليف الناتجة عن هذا القرار.

### 3.1. خاصية التداول بالبورصة

السندات هي صكوك في الغالب ما تكون لحاملها أي قابلة للتداول – ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوق نشطة لرأس المال لتسهيل تداول الأوراق المالية – و لهذا السبب نجد في نشرة الإصدار شرط يتم بموجبه قيد الإصدار بالبورصة حتى تدرج السندات بجدول أسعار البورصة، وبدون هذا الشرط يصعب إصدار و تغطية القرض ، و بذلك تعتبر السندات استثمارات مالية ينبغي دراسة إمكانية الاستثمار فيها من وجهة نظر المستثمر [ حنفي ، 1995 ، ص 215].

### 4.1. تكلفة السندات

تتمثل تكلفة السندات في القيمة الاسمية للسند مضروبة في معدل الفائدة الاسمي ( السنوي أو النصف سنوي). سنحاول فيما بعد التعرض بنوع من التفصيل لكيفية حساب تكلفة السندات، ذلك لأن معدل الفائدة الاسمي لا يمثل المكون الوحيد لتكلفة السندات.

## 2. السمات المميزة للاستثمار في السندات

من أجل توضيح السمات المميزة للاستثمار في السندات، سنحاول التمييز بين السندات و القروض من جهة، و بين السندات والأسهم العادية من جهة ثانية.

### 1. السندات و القروض

يشترك السند مع القرض في كونهما صك مديونية، إلا أنهما يختلفان في مجموعة من النقاط نذكر منها:

#### 1.1. هدف الاستثمار

يحصل المستثمر في السندات على الفوائد والأرباح الرأسمالية، بينما يحصل المستثمر في القروض على فوائد فقط. و ما يميز الاستثمار في السندات عن الاستثمار في القروض هو أن حامل السند يستطيع التنازل عن هذه الورقة المالية في أي وقت يشاء قبل حلول تاريخ استحقاقها ، وبذلك يحقق هدف السيولة كذلك.

#### 2.1. مخاطر التسويق

تقاس مخاطر التسويق بالمدة الزمنية المستغرقة في تحويل الاستثمار إلى سيولة وقد سبق وأوضحنا أن السندات قابلة للتداول في أسواق رأس المال وبذلك يمكن التنازل عنها بكل سهولة ، دون الحاجة إلى الانتظار حتى تاريخ استحقاقها ، على عكس القروض التي لا يمكن تداولها هذا في حالة ما إذا استثنينا ذلك النوع من القروض و الذي يسمى بالقروض القابلة للتعبئة أي التي يمكن بيعها لجهات أخرى قبل موعد استحقاقها. ، حيث يكون المستثمر في القروض مجبر على الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق من أجل الحصول على السيولة. وعليه يمكن القول أن مخاطر الاستثمار في القروض أكبر من مخاطر الاستثمار في السندات ، وكنتيجة حتمية لذلك فان معدل العائد على الاستثمار في القروض سيكون أكبر

من معدل عائد الاستثمار في السندات ، وهذا من أجل التعويض عن زيادة مخاطر الاستثمار في القروض مع بقاء باقي العوامل على حالها .

## 3.1. طبيعة التعاقد

من الواضح أن عملية الإقراض ينتج عنها عقد واضح و صريح بين المقرض والمقترض حول مبلغ القرض، مدة القرض، و شروط منح القرض، حيث يتم الاتفاق بين طرفي العقد حول هذه الأمور. في حين أنه في السند نلاحظ أن شروط العقد يحددها طرف واحد و هو مصدر السند أما الطرف الثاني و هو المكتتب في السند فبمجرد شرائه للسند فهذا دليل على قبوله لشروط هذا العقد ، ونقصد بذلك القيمة الاسمية للسند ، ومعدل الفائدة ، تاريخ الاستحقاق، وان كان المكتتب في السند يستطيع التنازل عنه بكل حرية حتى قبل تاريخ استحقاقه ، وهو ما لا نجده في القروض إذ أنها غير قابلة للتداول إلا في حالات استثنائية فقط ( القروض القابلة للتعبئة).

## 4.1. مكونات العائد

للقروض قيمة واحدة وهي القيمة المتفق عليها في عقد القرض، بينما للسند قيمة اسمية هي القيمة المدونة على السند، وقيمة سوقية وهي القيمة التي يتم تداوله بها في السوق الثانوي.

طالما أن للسند قيمة سوقية قد تختلف عن قيمته الاسمية ، فان العائد المتولد عنه لا يتضمن فقط قيمة الفوائد ، بل قد يتضمن أيضا الأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي تنشأ من جراء ارتفاع أو انخفاض قيمته السوقية عن القيمة التي سبق أن أشتري بها. أما القروض فليس لها قيمة سوقية، ومن ثم يقتصر العائد المتولد عنها على الفوائد المتفق عليها في عقد الاقتراض، يستثني من ذلك الحالات التي يباع فيها القرض – لطرف ثالث – قبل تاريخ الاستحقاق ، في مقابل التنازل عن جزء من القيمة ، وتمثل القيمة المتنازل عنها أرباحا رأسمالية للمشتري [ هندي ، 1999، ص 492- 493] .

## 2. السندات والأسهم العادية

هناك مجموعة من العوامل التي تميز الأسهم عن السندات، من بين هذه العوامل نذكر:

### 1.2. مخاطر الإفلاس

يعتبر حامل السند مقرض للمنشأة، بينما يعتبر حامل السهم مالك لجزء من المنشأة يعادل قيمة الأسهم التي يمتلكها. ومن المعروف أنه في حالة تعرض المنشأة للإفلاس فان لحملة السندات الأولوية في الحصول على أموالهم، يليهم حملة الأسهم الممتازة، ثم حملة الأسهم العادية. بمعنى أن حملة الأسهم العادية يحصلون على باقي أموال التصفية، إذا كان هناك باقي. وهو ما يعني أن المستثمر في الأسهم عرضة لمخاطر الإفلاس أكثر من المستثمر في السندات، لذلك نجد أن المستثمرين الذين لا يملكون الجرأة لتحمل المخاطر يفضلون الاستثمار في السندات.

### 2.2. مخاطر انخفاض القيمة السوقية

إن مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأسهم أكبر من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للسندات، بمعنى أن القيمة السوقية للسهم عرضة للتقلبات أكثر من القيمة السوقية للسندات. و ذلك لأن التقلب في السندات ينطبق على العائد الدوري أكثر منه على القيمة السوقية طبعا مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

حقا قد يحمل التقلب في طياته أرباحا رأسمالية إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم، إلا أنه قد يحمل أيضا في طياته خسائر رأسمالية في حالة انخفاض القيمة السوقية لها. مرة أخرى تبدو السندات أكثر جاذبية للمؤسسات التي تعتمد بدرجة كبيرة على أموال الغير في تمويل نشاطها كالبنوك التجارية. فالخسارة الكبيرة في محفظة الأوراق المالية نتيجة التقلب الشديد في أسعار الأسهم قد يعرض البنك لمخاطر الإفلاس ، خاصة وأن رأس المال عادة ما يكون صغيرا بقدر لا يسمح للتعرض لتلك الخسائر [هندي ، 1999 ، ص 494].

### 3.2. مدى استقرار العائد

يحصل المستثمر في الأسهم على أرباح بحسب نسبة المساهمة في رأسمال المنشأة، هذا في حالة ما حققت المنشأة أرباح و قررت إجراء توزيعات . أما المستثمر في السندات فيحصل على فوائد دورية ثابتة مهما كانت نتيجة المنشأة ربح أو خسارة. لذلك نجد أن العديد من الأفراد ذوي الدخول الضعيفة يفضلون السندات على الأسهم لضمان مصدر دخل ثابت لتغطية مصاريف الحياة. نستنتج من ذلك أن معدل العائد في السندات أكثر استقرار منه في الأسهم.

## المطلب الثاني: محددات قيمة السند

تتحدد قيمة السند بناءا على مجموعة من العوامل وهي القيمة الاسمية للسند، تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة الذي يتحدد بناءا على معدل الكوبون، (معدل الكوبون يمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند )، معدل الخصم.

و عادة ما يتحدد معدل الكوبون لأي سند على أساس سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر و إذا ما كان معدل الكوبون عند الإصدار يقل عن مثيله لسندات أخرى تنطوي على نفس القدر من المخاطر عندئذ لا نتوقع أن يباع السهم بقيمته الاسمية، بل يتوقع أن يباع بأقل من قيمته الاسمية أي يباع بخصم .

أما إذا كان معدل الكوبون عند الإصدار يفوق مثيله للسندات التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر، حينئذ نتوقع أن يباع السند بسعر أعلى من قيمته الاسمية أي يباع بعلاوة At Premium هذا يعني بالتبعية أن السبيل الوحيد لكي يباع السند بقيمته الاسمية عند إصداره هو عندما يكون معدل الكوبون مماثلا لمعدل الفائدة السائد في السوق على السندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر[ هندي، 1999، ص 495].

كما أن لتاريخ الاستحقاق تأثير كبير على قيمة السند، ذلك أن طول المدة بين تاريخ الإصدار و تاريخ الاستحقاق سيؤثر في قيمة التدفقات النقدية من خلال تغير القيمة الزمنية للنقود ، على أساس أن قيمة السند تحدد من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

كما أن تاريخ الاستحقاق يحدد عدد دفعات الفوائد المستحقة، ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين ما يسمى بتاريخ الاستحقاق الأصلي و تاريخ الاستحقاق الفعلي.

و يقصد بتاريخ الاستحقاق الأصلي original maturity الفترة الزمنية منذ إصدار السند حتى تاريخ استحقاقه، أما تاريخ الاستحقاق الفعلي effective maturity ، فيقصد به الفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق [ هندي،1999 ، ص 495 ،496].

فكما سبق و أوضحنا أن قيمة السند السوقية تتحدد من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم معين ، وعليه يمكن القول أن لمعدل الخصم كذلك تأثير على قيمة السند، إذ يمثل معدل الخصم معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المستثمر من أجل التعويض عن مخاطر الاستثمار في السندات .

و يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك علاقة طردية بين درجة المخاطر و معدل الخصم فكلما زادت مخاطر الاستثمار ، كلما زاد معدل العائد على الاستثمار والعكس صحيح . علما كذلك أنه عندما يتساوى معدل العائد المطلوب على الاستثمار ( معدل الخصم) مع معدل الكوبون فانه تتساوى القيمة السوقية للسند مع قيمته الاسمية ( يباع بقيمته الاسمية). كما أنه في ظل السوق الكفء سنجد أن السندات التي تتعرض لنفس درجة المخاطر تحقق أيضا نفس معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

وبالرغم من ذلك فان الاستثمار في السندات لا يخلوا من المخاطر، ومن بين هذه المخاطر نذكر:

## 1. مخاطر السيولة

نقصد بالسيولة هنا نقصد بها إمكانية تحويل السند إلى نقدية دون تحقيق خسائر رأسمالية، ويتحقق ذلك من خلال إمكانية بيعه أو التنازل عنه في أي وقت بسهولة و يؤكد **أمينهود** و **مندلسون** [Amihud and Mendelson , 1986 ,P44 ] و كذا **برنستين** [ Bernstein , 1987,p60] على أنه بالرغم من كون مخاطر السيولة هي نوع من المخاطر غير المنتظمة unsystematic risk حيث ترتبط بالورقة المالية ذاتها ، إلا أنه ينبغي تعويض المستثمر عنها ، على أساس أنها مخاطر لا يمكن التخلص منها بالتنويع [ هندي ، 1999، ص 497].

## 2. مخاطر التوقف عن السداد

قد تصل المنشأة المصدرة للسند إلى مرحلة تعجز فيها عن سداد التزاماتها ( سداد قيمة السند) و هذا الأمر من شأنه أن يؤثر على القيمة السوقية للسند حيث يؤدي إلى انخفاضها، وعليه فان مخاطر التوقف عن السداد مرتبطة بقدرة المنشأة على سداد التزاماتها؛ فكلما قلت هذه القدرة كلما زادت هذه المخاطر. إذ يعتبر هذا النوع من المخاطر مخاطر غير منتظمة ، والتي لا يمكن تفاديها بتنويع محفظة الأوراق المالية، لذلك يجب التعويض عن هذه المخاطر شأنها في ذلك شأن المخاطر المنتظمة. و يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر التوقف عن السداد تختلف من منشأة لأخرى ، إذ لا نجد هذا النوع من المخاطر في المنشآت الحكومية ( سندات حكومية)، بمعنى أن السندات التي تصدرها الدولة لا تتعرض غالبا لهذه المخاطر على عكس السندات التي تصدرها المنشآت الخاصة.

## 3. مخاطر التضخم

يقصد بالتضخم ارتفاع المستوى العام للأسعار، إذ نلاحظ أنه من أكثر الأصول المالية تأثرا بالتضخم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت fixed- income Securities أي السندات والأسهم الممتازة،

فارتفاع مستوى التضخم وهو ما يطلق عليه بمخاطرة التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق ، بما ينعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار . بمعنى أن يطلب المستثمر معدلا أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية [ هندي ، 1999، ص 496 ، 497].

## 4. مخاطر تاريخ الاستحقاق

تاريخ الاستحقاق هو تاريخ استهلاك السند ، وهو التاريخ الذي تسدد فيه القيمة الاسمية للسند.

و هناك قاعدة تقول أنه كلما طال تاريخ الاستحقاق كلما زادت مخاطر الاستثمار في السند، بمعنى أن السند الذي يستحق بعد 5 سنوات أقل عرضة لمخاطر تاريخ الاستحقاق مقارنة بسند يستحق بعد 20 سنة. ذلك أن الزمن يجلب معه التغير ( تغير في الظروف الاقتصادية العامة، تغير في المركز المالي للمنشأة...الخ) ، و التغير يجلب معه المخاطر . بتعبير آخر كلما قلت فترة استحقاق السند كلما قلت مخاطر عدم التأكد لمجموعة من العوامل التي تؤثر على قيمة السند و العكس صحيح .و كتعويض عن زيادة مخاطر تاريخ الاستحقاق يتم المطالبة بزيادة معدل العائد على الاستثمار فلو أن سندا يحمل كوبون معدله 12 % ، ثم انخفضت أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة ، حينئذ يصبح من المتوقع أن يزداد الطلب عليه لترتفع قيمته السوقية، على أساس أنه استثمار يتولد عنه عوائد مرتفعة نسبيا . و العكس يتوقع حدوثه، في حالة ارتفاع أسعار الفائدة السائدة في السوق، إذ يتوقع في هذه الحالة أن تنخفض القيمة السوقية للسند. هذا، ومن أهم المتغيرات التي تحدث تأثيرا على مستوى أسعار الفائدة في السوق، السياسة النقدية، والعجز في الميزانية [ هندي، 1999، ص 498].

### 5. مخاطر الاستدعاء

قد تعمد الجهة المصدرة للسندات على تضمين نشرة الاكتتاب في السندات شرط الاستدعاء call provision، بما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها بعد تاريخ معين تحدده النشرة. و عادة ما تعمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها بسندات جديدة تحمل معدل فائدة أقل.

هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر call risk ، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي على السندات ذات العائد الأعلى، ليعيد استثمار حصيلته في سندات أخرى ذات عائد أقل، وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Rate Risk [ هندي ، 1999، ص 499] .

## المطلب الثالث: تقدير القيمة العادلة للسند

تحدد قيمة السند بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. و عموما فان عملية تقييم السند تتطلب معرفة و تحديد ثلاث عناصر مهمة هي:

1- مبلغ التدفق النقدي المستلم من قبل المستثمر، وهو يمثل مقدار الفوائد و القيمة الاسمية للسند.

2- تاريخ استحقاق (استهلاك السند).

3- معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر ( معدل الخصم).

و يظهر من تحليل المتغيرات أو العناصر أن معدل العائد المطلوب هو المتغير الوحيد الذي يستلزم من المستثمر تقديره و تخمينه، ويعكس هذا المعدل درجة المخاطرة المتوقعة على الأوراق المالية المراد

حليلها فارتفاع درجة المخاطرة تعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب ( معدل الخصم). ويمكن

ستخراج قيمة السند الحالية أو القيمة السوقية له من خلال المعادلة الآتية:

$$Vo = \frac{I1}{(1+r)^1} + \frac{I2}{(1+r)^2} \qquad (3-8)$$

حيث : Vo تمثل القيمة الحالية للسند

I1 تمثل الفائدة في السنة 1

r تمثل معدل الفائدة المطلوب

المصدر: [ الشمخي ، الجزراوي ، 1998 ، ص 317 ].

وبتطبيق هذه العلاقة و أخذا بعين الاعتبار لتأثير معدل الفائدة يمكننا القول:

1- عندما يتساوى سعر الفائدة السوقي ( معدل العائد المطلوب على الاستثمار) مع معدل الفائد
الاسمي ( معدل الكوبون) يباع السند بقيمته الاسمية.

2- عندما يرتفع سعر الفائدة السوقي على سعر الفائدة الاسمي، تنخفض القيمة السوقية للسندات
أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية وهي ما تسمى "بسندات الخصم".

3- عندما ينخفض معدل الفائدة السوقي عن معدل الفائدة الاسمي، ترتفع القيمة السوقية للسند، أ
يباع بأكثر من قيمته الاسمية وهي ما تعرف " بسندات بعلاوة".

4- عندما يقترب أجل الاستحقاق تقترب القيمة السوقية للسند من قيمته الاسمية.

5- هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة السوقي و القيمة السوقية للسند ، بمعنى أن ارتفاع معد
الفائدة السوقي سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسند والعكس صحيح .

و إذا أردنا أن نحدد القيمة العادلة للسند يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك أربعة أنواع من السندات ؛ السندات الدائمة ، السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد ، والسندات القابلة للاستدعاء، وسندات الخصم.

## 1. السندات الدائمة

السندات الدائمة هي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد، لكن يمكن لصاحبها أن يتنازل عنها في أي وقت، وتحدد قيمة السندات الدائمة بالعلاقة التالية:

$$Vo = I\,(1/1+M)^1 + I\,(1/1+M)^2 + \ldots + I\,(1/1+M)^{\infty} \qquad (3\text{-}9)$$

حيث : Vo تمثل قيمة السند

"I " تمثل مقدار الفائدة الدورية، وهي مبلغ ثابت يتمثل في معدل الكوبون مضروبا في القيمة الاسمية للسند.

ولما كانت المعادلة (3- 9) لا تخرج عن كونها متوالية هندسية، فانه يمكن إعادة صياغتها في صورة مبسطة، وهو ما توضحه المعادلة (3- 10):

$$Vo = \frac{I}{M} \qquad (3-10)$$

[هندي ، 1999 ، ص 504].

## 2. سندات ذات تاريخ استحقاق محدد

في هذا النوع من السندات تكون المنشأة المصدرة للسند ملزمة بتسديد القيمة الاسمية للسند عندما يحين تاريخ استحقاقه، هذا طبعا إلى جانب الفوائد الدورية التي يحصل عليها في حينها. و تحدد قيمة السند في هذه الحالة بالعلاقة التالية :

على فرض أن السند يستحق بعد عام واحد

$$Vo = (A + I) \times (1 / 1+M) \qquad (3-11)$$

حيث (A) تمثل القيمة الاسمية للسند،$(1 / 1+M)$ تمثل القيمة الحالية ( القيمة الآن) لجنيه يستحق بعد عام بمعدل خصم قدره "M " .

أما إذا كانت فترة الاستحقاق تتجاوز السنة فان قيمة السند تحدد بالعلاقة التالية:

$$Vo = \sum_{s=1}^{n} Is\,(1 / 1+M)^{S} + A\,(1/ 1+M)^{n}$$

$$= I1(1/ 1+M)^{1} + I2(1/1+M)^{2}+\ldots+In(1/1+M)^{n} + A(1/1+M)^{n} \qquad (3\text{-}12)$$

[هندي ، 1999 ، ص 505- 507]

## 3. السندات القابلة للاستدعاء

سبق وأن أوضحنا أن السندات القابلة للاستدعاء هي السندات التي تتضمن نشرة الاكتتاب فيها إمكانية قيام المنشأة المصدرة لها باستدعائها قبل أن يحين أجل استحقاقها ، حيث تقوم بدفع سعر استدعاء يفوق القيمة الاسمية للسند كنوع من التعويض لصاحب السند عن عملية الاستدعاء. حيث عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق تقوم الجهة المصدرة باستدعاء هذه السندات، وطرح سندات جديدة بسعر فائدة أقل يتناسب مع السعر السائد في السوق. كما أن السندات القابلة للاستدعاء عادة ما تحمل معدل كوبون يفوق معدل كوبون سندات مثيلة، غير أن هذه الأخيرة غير قابلة للاستدعاء ، وهي سياسة تعتمدها المنشأة المصدرة لهذه السندات كتعويض إضافي ( إضافة إلى سعر الاستدعاء) عن مخاطر الاستدعاء. وانطلاقا من ذلك فان قيمة السند تحسب في هذه الحالة بالعلاقة التالية:

$$Vo = \sum_{s=1}^{d} I\,(1 / 1+M)^{s} + P(1/ 1+M)^{d} \qquad (3-13)$$

حيث " d"تمثل التاريخ الذي عنده يمكن للجهة المصدرة استدعاء السند.

أما "P" فيمثل سعر الاستدعاء [هندي، 1999، ص 514].

## 4. سندات الخصم

في هذا النوع من السندات يباع السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية، ولا يتحصل صاحبه على فوائد دورية ، غير أنه يحصل عندما يحين أجل استحقاق السند على قيمته الاسمية و بذلك يكون الفائض الناتج عن الفرق بين القيمة الاسمية و القيمة التي بيع بها هو الفوائد المستحقة. ويجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أنه كلما اقترب تاريخ استحقاق هذا النوع من السندات كلما ارتفعت قيمته السوقية، وهو ما يعني انخفاض قيمة الفائض الذي يمثل الفوائد التي سيحصل عليها المستثمر في هذه السندات.انطلاقا من ذلك فان قيمة السند تحسب بالعلاقة التالية:

قيمة السند في نهاية كل سنة = س ( 1+م)$^{ن}$ (3 – 14)

حيث "س" تمثل سعر الإصدار، "م" تمثل معدل العائد الذي يقبله المستثمر.[ هندي، 1999، ص 516].

كما يخضع صاحب السند للضريبة على الفوائد، وهي ضريبة سنوية تدفع على قيمة تقديرية للفوائد. تحسب هذه الفوائد بطرح قيمة السند في نهاية السنة من قيمته في نهاية السنة السابقة، ويدفع المستثمر الضريبة على هذه الفوائد حتى وان لم يتحصل فعلا عليها. هذا فيما يخص طرق تقييم السندات بأنواعها الأربعة، أما إذا رجعنا إلى العلاقة بين قيمة السند ومعدل الفائدة، وتاريخ الاستحقاق فيمكننا القول:

- أن هناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية للسند، ومعدل الفائدة، حيث أن كل ارتفاع في معدل الفائدة ( معدل العائد المطلوب على الاستثمار) يقابله انخفاض في القيمة السوقية للسند والعكس صحيح. ويظهر هذا التأثير أكثر كلما زاد ( طال) تاريخ الاستحقاق.

- إذا كان معدل العائد على الاستثمار يساوي معدل الكوبون ( معدل الفائدة الاسمي) فان السند سيباع بقيمته الاسمية التي طرح بها، مهما طال أو قصر تاريخ الاستحقاق ( ما دامت هذه العلاقة محققة)، ولن يحقق المستثمر في هذه الحالة لا أرباح ولا خسائر رأسمالية.وفي هذه الحالة تتغير قيمة السند ارتفاعا أو انخفاضا عن القيمة الاسمية فقط في حالة حدوث اختلاف بين معدل العائد المطلوب على الاستثمار و معدل الكوبون. حيث إذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل الكوبون في هذه الحالة سيباع السند بأقل من قيمته الاسمية والعكس صحيح.

و عليه يمكننا أن نستنتج كذلك أن مخاطر أسعار الفائدة تزيد كلما طال تاريخ استحقاق السندات، وتنخفض كلما انخفضت فترة استحقاق السندات. بتعبير آخر أن كل تغير في أسعار الفائدة يصاحبه تغير في أسعار السندات ( القيمة السوقية للسند) ويظهر هذا التأثير أو هذا التغير أكثر كلما طال تاريخ الاستحقاق.

بعد عرضنا لطرق تقييم السندات سنحاول من خلال ما سيأتي إلقاء الضوء على الأسهم بنوعيها العادية والممتازة، وسنتناول بالدراسة و التحليل المداخل المختلفة لتقييم الأسهم.

## المبحث الرابع: المداخل المختلفة في تقييم السهم

سبق وأن أوضحنا أن السهم هو صك أو مستند ملكية يعطي لصاحبه الحق في ملكية جزء من رأسمال المنشأة المصدرة له، وهو من أكثر الأوراق المالية تداولا في أسواق رأس المال.

و قد تكون هذه الأسهم عينية أو نقدية ( أي حسب نوع الحصة)، ويحق لصاحب السهم حضور الجمعيات العامة، والمساهمة في اتخاذ القرارات، كما يحق له إدارة الشركة. كما يحق له كذلك

الحصول على أرباح بحسب نسب المساهمة في رأسمال الشركة، إذا حققت الشركة أرباح وقررت توزيعها.

و بالإضافة إلى الأسهم العادية فان هناك نوع من الأسهم هي الأسهم الممتازة أو أسهم الأولوية، في هذا النوع من الأسهم لصاحبها الأولوية في الحصول على الأرباح عندما تقرر إدارة الشركة توزيعها، كما له الأولوية في الحصول على حقوقه في حالة تصفية الشركة.

**الطلب الأول: عوائد السهم**

عادة ما يقبل المستثمر على شراء سهم ما، إذا كان معدل العائد المطلوب ( معدل العائد الذي يطلبه المستثمر) أقل من أو يساوي معدل العائد المتوقع من السهم. و العكس، سوف يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع. ويجب أن يعوض معدل العائد المطلوب المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك و درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في السهم. وهذا ما يمكن التعبير عنه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من خلال معادلة خط السوق للأوراق المالية و التي تظهر كما يلي :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا ( بدل المخاطرة). حيث يمثل معدل العائد الخالي من الخطر التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك. أما بيتا ( و هو مقياس للمخاطر العامة) مضروبا في بدل الخطر فيمثل التعويض المناسب للمستثمر لقبوله الاستثمار في سهم معين.... ومعدل العائد المتوقع يمكن التعبير عنه بالمعادلة الآتية:

$$Rv = \frac{Dt}{Pt-1} + \frac{Pt - Pt-1}{Pt-1} \qquad (3\text{-}15)$$

حيث تشير Rv إلى معدل العائد المتوقع في الفترة t، أما D فتشير إلى توزيعات السهم، و P إلى سعر السهم. [ الحناوي و آخرون، 2003- 2004 ، ص 37 ،38 ].

و تجدر الإشارة إلى أن حساب معدل العائد الفعلي لا يختلف عن معدل العائد المتوقع إلا في كون قيمته فعلية. بمعنى لحساب معدل العائد الفعلي نستخدم معادلة معدل العائد المتوقع، لكن في هذه الحالة نعوض بقيم فعلية، بمعنى توزيعات السهم فعلية وسعر السهم فعلي.

## المطلب الثاني: محددات سعر السهم السوقي

كأي نوع من السلع يتحدد سعر السهم في السوق انطلاقا من تفاعل قوى العرض والطلب على السهم، وعليه يرتفع الطلب على سهم معين عندما تنخفض قيمته السوقية، وينخفض الطلب عليه عندما يرتفع سعره. و يتحقق سعر التوازن عندما يتساوى العرض مع الطلب، أي تتساوى الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة. فكلما كان هناك تماثل و اتفاق بين المستثمرين حول خصائص سهم معين كلما كان منحنى الطلب أفقي ( وهذا طبعا عند مستوى عرض معين)، وكلما كان هناك اختلاف بين المستثمرين حول سهم معين – وهذا راجع ربما إلى نوعية وكمية المعلومات التي يحصلون عليها- كلما أدى ذلك إلى زيادة ميل منحنى الطلب و انحداره من أعلى إلى أسفل بدرجة ميل معينة.

كما أن السعر السوقي الحالي للسهم لا يمثل إجماع السوق عن القيمة المحورية(*)، ولكنه يعكس رأي المستثمر الحدي، وهو المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره ولو بشكل ضئيل عن السعر الحالي. [ الحناوي و آخرون،2003-2004 ، ص 41].

---

(*) القيمة المحورية = سعر التوازن، القيمة العادلة

كذلك فان القيمة المحورية للسهم (أو سعر التوازن للسهم) سوف تتغير في حالتين.الحالة الأولى هي حالة تغير الكمية المعروضة من السهم ( مع فرض تباين أراء المستثمرين حول السهم). و الحالة الثانية هي حالة وصول معلومات جديدة إلى السوق حول السهم المعني، الأمر الذي يؤثر على منحنى الطلب، وبالتالي يؤثر على سعر التوازن.

وعليه يمكننا أن نستنتج أن القيمة التقديرية التي يحددها المستثمر لسهم معين سوف تختلف لا محال عن القيمة السوقية للسهم، إذا كان المستثمر لا يستحوذ على نفس المعلومات التي حصل عليها غيره من المستثمرين. كما أنه و في إطار تحليل الأسهم من أجل تحديد القيمة السوقية للسهم لا بد من الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العمليات التي قد تواجهها أي منشأة خلال فترة حياتها، حتى تكون عملية التقييم صحيحة.هذه العمليات التي ممكن أن تأخذ شكل تجزئة السهم، توزيع أسهم مجانية، حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال.

## 1. تجزئة السهم

يقصد بتجزئة الأسهم اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم القديمة، فيزيد بذلك عدد أسهم المنشأة مع انخفاض قيمتها الاسمية دون أن يؤثر ذلك على المركز المالي للمنشأة.

بفرض أن:

N = عدد الأسهم المتداولة قبل التجزئة.

M = عدد الأسهم التي يحصل عليها المساهم مقابل سهم قديم بدون دفع أي نفقات.

Pav = سعر السهم قبل التجزئة .

Pap = سعر السهم بعد التجزئة .

هذا يعني أنه نتيجة التجزئة يستبدل المساهم الأسهم القديمة بعدد من الأسهم الجديدة (م). وبالنسبة لمالك السهم، فلا بد أن يتحقق ما يلي:

$$Pav = M \times Pap \qquad (3\text{-}16)$$

أي أن سعر السهم قبل التجزئة = ( سعر السهم بعد التجزئة × عدد السهم التي حصل عليها المساهم مقابل سهم قديم). وعلى مستوى المنظمة فان:

$$N\,Pav = N\,M\,Pap \qquad (3\text{-}17)$$

فإذا لم تتأثر القيمة الرأسمالية للشركة نتيجة التجزئة فنفس الشيء بالنسبة للسهم، لن يحدث تغير في سعره. حيث:

$$Pap = \frac{N\,Pav}{N\,M} = \frac{Pav}{M} \qquad (3\text{-}18)$$

[حنفي، 1995، ص 199].

فبفرض أن منشأة معينة قامت بإصدار 50.000 سهم بقيمة اسمية 600 دج للسهم الواحد، ثم قررت فيما بعد أن تقوم بعملية اشتقاق للأسهم بنسبة ثلاثة إلى واحد ( 1:3 ) ، وطالما أن عملية اشتقاق الأسهم تستلزم تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنفس نسبة زيادة عدد الأسهم ، فان القيمة الاسمية الجديدة للسهم تصبح 200 دج لسهم الواحد ( 600 : 3=200 ) وعليه نلاحظ أن رأسمال المنشأة محاسبيا لايتغير حيث أن :

رأس المال قبل التجزئة : 50.000 × 600 دج = 30.000.000

رأس المال بعد التجزئة : 150.000 × 200 دج = 30.000.000

و قد أجريت عدة دراسات و أبحاث على عملية تجزئة الأسهم و تأثيرها على القيمة السوقية للسهم، ومن ثم على ثروة المساهم. وقد تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن هناك أثرا ايجابيا لعملية اشتقاق الأسهم على القيمة السوقية للسهم حسب ما أكدته دراسة " جونسون "675,686 [Johnson, 1966, pp] و بالرغم من أن هذه الدراسة قد تبدو قديمة نوعا ما ، إلا أن هناك دراسة أخرى تعتبر حديثة تدعم و تؤكد النتيجة

التي توصلت إليها الدراسة السابقة. هذه الدراسة قام بها مجموعة من الباحثين هم: **جرنبلاط، مازوليس** Masulis and Grimblat , و **تتمان** TITMAN. و الذين اعتمدوا فيها على أخذ عينة من الأسهم التي أجريت عليها عملية الاشتقاق، وقاموا بملاحظة عوائد هذه الأسهم في تاريخ الإعلان عن عملية الاشتقاق، وكذلك بعد ذلك التاريخ. هذا بالإضافة إلى كون هذه العينة لم توزع فيها أرباح نقدية في السنوات الثلاثة السابقة لعملية الاشتقاق ، فكانت النتيجة المتوصل إليها أن هناك زيادة واضحة في عوائد هذه الأسهم ، وتمت ترجمة هذه النتيجة على أساس أن عملية الاشتقاق تعتبر مؤشرا لزيادة الأرباح الموزعة في المستقبل [ بن نعمون ،1990، ص 93 ، 94]. وهناك مجموعة من الأسباب التي تجعل المنشأة تلجأ إلى اشتقاق الأسهم نذكر منها :

### 1.1. توسيع سوق التعامل بالأسهم

غالبا ما تعطي عملية تجزئة الأسهم صورة عن المنشأة التي تقوم بذلك، إذ أنها دليل على أن هذه المنشأة ستعرف معدلات نمو عالية مستقبلا، لذلك تقوم بتجزئة أسهمها حتى لإتباع بأسعار عالية ، لتتيح بذلك المجال لصغار المستثمرين للاستثمار في أسهمها.حيث أن الهدف من استخدام طريقة تجزئة الأسهم و تخفيض قيمتها الاسمية، هو جعلها أكثر قابلية للتداول وفي متناول صغار المستثمرين، وبالتالي خلق سوق مستمرة ونشطة لها. وذلك لأن مستوى التداول يقاس بمعدل دوران السهم، والذي يساوي عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على عدد الأسهم المكتتب بها. وذلك أنه كلما كانت الشركة مزدهرة، وتتمتع بزيادة في الأرباح المحققة، وفرص الاستثمار فيها مربحة، وتتبع سياسة توزيع أرباح مرتفعة، كلما أدى ذلك إلى رفع سعر السهم و دفعه إلى الأعلى. ومنه يصبح سعر السهم هذا ليس في متناول كافة شرائح المستثمرين، ويقل بالتالي التعامل والإقبال على هذه الأسهم، مما يؤدي إلى عجز

الشركة عن تعظيم قيمتها [ بوراس، 2001، ص 184] ، لذلك تجد المنشأة نفسها مجبرة على القيام بتجزئة الأسهم للحفاظ على أسعار السهم في مستويات مقبولة.

### 2.1. تخفيض تكاليف التعامل

عادة ما يتم بيع وشراء الأسهم عن طريق وسيط أو ما يصطلح على تسميته بالسمسار، ويكون ذلك عن طريق دفع مقابل TRANSACTION COSTS. فبعد قيام الشركة بتجزئة السهم ، وقيام المساهم ببيع هذه الأسهم المجزأة، فانه في غالب الحالات يكون في ارتياح، بحيث لايضطر إلى تخفيض سعر البيع مرة أخرى نظرا لوجود عدد كبير من المتعاملين بأسهم الشركة. و كذلك بالنسبة للمشتري الذي يفضل شراء بعض أسهم الشركة التي قامت بالتجزئة، فانه لا يقوم بدفع عمولة كبيرة من أجل الحصول على هذه الأسهم، وذلك لتوافر عدد كبير من البائعين [ بوراس ، 2001، ص 185].

### 3.1. زيادة الموارد الخارجية

يمكن اعتبار عملية اشتقاق الأسهم ( تجزئة الأسهم) سياسة تتبعها المنشأة التي تتوقع زيادة أرباحها المستقبلية، لذلك وتمهيدا لإصدار أسهم جديدة ستكون قيمتها السوقية مرتفعة- تبعا لمركز الشركة- تقوم أولا بتجزئة الأسهم ، حيث تكون قيمتها أو أسعارها في متناول غالبية المستثمرين حتى صغار المستثمرين منهم ، و بذلك تزيد من التعامل على أوراقها المالية، ومن ثم تستطيع إصدار أسهم جديدة وتصريفها وبالتالي الحصول على موارد مالية إضافية من خلال إصدار أسهم جديدة دون أن تجد صعوبة في تصريفها.

## 2. توزيع أسهم مجانية

يمكن للمنشأة أن تحتفظ بعدد من الأسهم التي أصدرتها لتوزعها على المساهمين في شكل أسهم مجانية، بمعنى دون أن يدفع المساهم مقابل للأسهم التي تحصل عليها. وهو يعتبر شكل من أشكال

التوزيعات التي تقوم به المنشأة فبدلا من القيام بتوزيعات نقدية على مساهميها توزع عليهم أسهم مجانية و هو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم ، وزيادة رأسمال المنشأة، والى انخفاض القيمة السوقية للسهم نتيجة لقيام المنشأة بإجراء توزيعات يكون مصدرها الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة.

يمكن أن نذكر ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية هي:

أ- توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية و تجزئة الأسهم، ( من وجهة النظر المالية فقط)، ففي الحالتين يحدث تخفيض في سعر السهم، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية للمحفظة عندما يرغب المستثمر في ذلك.

ب- إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح، فان سعر السهم يتجه إلى الارتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة و ليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر و لكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية.

ت- عندما تدفع المنشأة بانتظام التوزيعات نقدا، فان دفع توزيعات عرضية في شكل أسهم مجانية يعتبر ميزة بالنسبة للمستثمر- بفرض ثبات التوزيعات و استمراريتها- فانه يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهري و كذلك العائد الكلي.

يعني هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقسيم أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنشأة و لكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة. لهذا السبب تحدث انخفاض فني في السعر و لا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر [ حنفي، 1995، ص 200، 201].

يعني أن زيادة عدد الأسهم مع بقاء أرباح المنشأة على حالها يؤدي إلى انخفاض نصيب السهم الواحد من التوزيعات أي انخفاض نصيب السهم الواحد من الأرباح، و هو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .ولكن مجموع حقوق المساهمين لا يتغير عند توزيع الأسهم المجانية COMMON

STOCK EQUITY، حيث أن الشركات عادة ما تتبع نفس الخطوات التي تتبعها في حالة توزيع أرباح نقدية، إذ يتلقى المساهم في حالة توزيع أرباح على شكل أسهم مجموعة من الأسهم تتناسب مع معدل التوزيع و مع عدد الأسهم التي يحملها. و هكذا فان نسبة حصته في الشركة لا تتغير، وإنما تصبح هذه الحصة ممثلة بعدد أكبر من الأسهم. أي أن خلاصة العملية تتمثل أساسا في إعادة توزيع حسابات حقوق الشركاء المتمثلة في رأس المال و الاحتياطيات.

و هناك من يرى أن توزيع الأرباح على شكل أسهم لا يعتبر توزيعا للأرباح بالشكل الكامل و بالمعنى الدقيق للكلمة، ولكن هو عبارة عن شكل من أشكال إعادة الرسملة RECAPITALISATION أواعادة ترتيب هيكل حقوق الشركاء. وهذا التغيير قد يكون في المبالغ و نوع الأسهم أو الأوراق المتداولة . وفي الغالب توزع أسهم عادية غير أنه من الممكن أن توزع أسهم ممتازة كذلك [ بوراس ، 2001، ص169،170 ].

و يمكن أن يتزامن توزيع أرباح على شكل أسهم مع توزيع أرباح نقدية مع زيادة حجم هذه الأخيرة، هذا الأمر من شأنه أن يؤثر ايجابيا على سعر السهم في السوق حيث يؤدي إلى زيادته ، ويحدث العكس إذا لم يتزامن توزيع أرباح على شكل أسهم مع زيادة الأرباح النقدية الموزعة وذلك خلال الستة الأشهر التي تلي هذه العملية.

لقد سبق و أوضحنا أن توزيع أسهم مجانية لا يؤثر على حقوق المساهمين، وإنما يؤدي إلى تغير عدد الأسهم ، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم في السوق لذلك يجب أخذ هذا العامل في الاعتبار عند المقارنة بإجراء التعديل. هذا يعني أنه ينبغي تعديل السعر إذا ما حدث توزيع أسهم مجانية- ويتم ذلك كما يلي:

بفرض أن:

N = عدد الأسهم قبل توزيع الأسهم المجانية

M = عدد الأسهم المجانية الموزعة

Pa v = سعر السهم قبل التوزيع

Pap = سعر السهم بعد توزيع الأسهم المجانية.

حسب التعريف فان لدينا:

$$N\ Pav = (N + M)\ Pap \qquad (3-19)$$

أي أن قيمة المنشأة بعد توزيع أسهم مجانية تساوي إجمالي عدد الأسهم× سعر السهم بعد توزيع أسهم مجانية.

$$Pap = Pav \frac{N}{N+M} \qquad (3-20)$$

أي أن

$$Pap = Pav \frac{1}{1+H} \qquad (3-21)$$

حيث

$$H = \frac{N}{M} \qquad (3-22)$$

أي معدل التوزيع.

هذا يعني أن الأمر يتطلب تعديل أسعار الأسهم السابقة لتوزيع الأسهم المجانية بالضرب في المعامل K

حيث

$$K = \frac{1}{1+H} \qquad (3-23)$$

[حنفي ، 1995، ص 201].

ومن بين مبررات توزيع أسهم مجانية يمكننا أن نذكر ما يلي:

### 1.2. زيادة رأس المال

سبق وأوضحنا أن النتيجة الأولى لتوزيع أسهم مجانية هو زيادة رأس المال، مع بقاء حقوق المساهمين على حالها. حيث أن هذه الزيادة في رأس المال جاءت نتيجة التخفيض من قيمة الأرباح المحتجزة أو نتائج رهن التخصيص و ضمها لرأس المال. و بذلك تضمن المنشأة التي تقوم بتوزيع أسهم مجانية المحافظة على أرباحها التي لا يمكن توزيعها مستقبلا، هذا من جهة، وزيادة رأسمالها من جهة ثانية.

لايمكن توزيع هذه الأرباح مستقبلا، لأنها أضيفت إلى رأس المال و حتى وان أرادت الشركة القيام بتوزيعات فان عليها القيام بتخفيض رأس المال، ولا يعتقد أنه من السهل القيام بمثل هذا الأمر، لأن رأس المال يعتبر الدعامة الأولى التي يعتمد عليها الدائنون في منح قروض للمنشأة.

### 2.2. تخفيض سعر السهم و توسيع سوق التعامل بأسهم المنشأة

إذا كان توزيع أسهم مجانية يؤدي إلى زيادة رأس المال ، فانه يؤدي كذلك إلى تخفيض سعر السهم في السوق وهو الأمر الذي من شأنه أن يزيد من التعامل على هذا السهم، خاصة وأن التعامل في الأسواق المالية يتم عادة على وحدات أي 10 أسهم، 20سهم،...الخ، كحد أدنى لعدد الأسهم التي يستطيع المستثمر التعامل بها. فإذا كان سعر السهم في السوق مرتفع، وكان على المستثمر أن يشتري 50 سهما مثلا كحد ادني، فان هذه العملية ستكلفه كثيرا، خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين، لهذا فان انخفاض سعر السهم في السوق من شأنه أن يزيد من التعامل عليه. وهو ما يحققه توزيع أسهم مجانية.

### 3.2. المحافظة على السيولة

قد تصادف المنشأة حالات تجد نفسها بحاجة فيها إلى أموال لتلبية متطلبات العمليات الجارية أو عمليات التجديد و التوسع، وبالتالي فبدلا من البحث عن مصادر خارجية للتمويل، تقوم الشركة بتوزيع أسهم، ومن ثم تستبقي الأرباح و تستفيد من السيولة الجاهزة.

وتعتبر هذه الطريقة غير مكلفة للمنشأة كما هو الحال –مثلا– في حالة إصدار أسهم جديدة، أو البحث عن قروض خارجية ( عمولة إصدار، عمولة قروض، فوائد...). أما بالنسبة للمساهم فانه في تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية، يحصل على أسهم يمكنه تحويلها إلى نقد في أي لحظة. إلا أن سيولة هذه الأسهم قد لا تكون كالنقد الجاهز. هذا بالإضافة إلى أن المساهم قد يضطر إلى بيعها في ظروف غير مواتية و بسعر منخفض [ بوراس ، 2001، ص 178، 179].

### 4.2. كسب ثقة الدائنين

إن الأساس الذي يعتمد عليه الدائنون في منح قروض للمنشأة هو صافي المركز المالي أو رأس المال وهو الذي يقيس قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها. لهذا نجد أن المنشأة التي ترغب في كسب ثقة دائنيها تلجأ إلى توزيع أسهم مجانية، كوسيلة لزيادة سيولتها من جهة، وتدعيم مركزها المالي (رأس المال) من جهة ثانية.

ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار معدل توزيع الأرباح في السنوات الموالية، فإذا قامت المنشأة مثلا بإجراء توزيع للأرباح النقدية في السنة الموالية بنفس معدل توزيع الأسهم المجانية، فان ذلك من شأنه أن يقلل بشكل كبير من سيولة المنشأة، وهو الأمر الذي سيؤثر بدوره على المركز المالي للشركة، وقدرتها على تسديد ديونها، بما يؤثر سلبا على علاقتها مع دائنيها( بسبب زيادة عدد الأسهم ، وثبات نسبة التوزيع). إلا أنه على المنشأة أن تدرس وضعيتها المالية و الاقتصادية جيدا، وكذلك عليها أن تقوم

بدراسة البدائل المتاحة أمام مساهميها، فإذا كانت هذه المنشأة من النوع الذي يعتمد على القروض البنكية في عملياتها، واتضح بعد دراسة أحوال السوق أن تكلفة هذه القروض تزيد عن العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهم لو استثمر أمواله خارج المنشأة ، فهنا ينصح بتوزيع أسهم بدلا من توزيع النقد ، واستبقاء هذه الأرباح لزيادة حجم السيولة و استخدامها في تسديد القروض. ولكن إذا كانت تكلفة هذه القروض أقل من العائد المحتمل الحصول عليه من طرف المساهم عن طريق توظيف أمواله خارج المنشأة ، فيكون من العقلانية توزيع أرباح نقدية [ بوراس ، 2001، ص 180،181].

## 5.2. منع تذمر العمال ومستهلكي سلعة الشركة

إن توزيع أسهم مجانية من شأنه أن يقلل من حدة التوتر الذي قد يظهر في المنشأة بين العمال و إدارة المنشأة، وبين المنشأة و زبائنها. لأن المنشآت التي توزع أرباح نقدية بمعدلات مرتفعة، قد تؤدي إلى تذمر العمال و استيائهم جراء هذه العملية، انطلاقا من قناعة أن أجورهم ضعيفة وأن حقوقهم مهضومة. نفس الأمر قد يحدث مع زبائن المنشأة ، إذ أن توزيع أرباح نقدية بمعدلات توزيع مرتفعة قد يجعلهم يعتقدون أن ذلك ما هو إلا نتيجة لارتفاع أسعار منتجات المنشأة مما يؤدي إلى ارتفاع أرباحها، وبذلك يحس المستهلك أنه كان ضحية لسياسة المنشأة . لذلك و لتفادي حدوث مثل هذه النزاعات تقوم المنشأة بتوزيع أسهم مجانية إذ يحصل حامل السهم على ربح سهم في حدود معقولة، دون المساس بثروته، مع إرضاء العمال و المستهلكين.

## 6.2. زيادة إخلاص وثقة المساهمين

إذا كانت المنشأة ترغب فعلا في الحفاظ على المساهمين القدامى، فإنها ستقوم بتوزيع أسهم مجانية بدل إصدار أسهم جديدة، خاصة إذا لم يكن في مقدور هذه الفئة شراء أسهم جديدة. لأنه في هذه الحالة ستنخفض حصة المساهمين القدامى في رأسمال المنشأة. إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن توزيع

أسهم مجانية لا يؤدي إلى زيادة ممتلكات المساهم، و لكن يسمح له بالحصول على أرباح رأسمالية من خلال بيع الأسهم التي يمتلكها، من دون المساس بالقيمة المبدئية التي ساهم بها في رأسمال المنشأة. فعوض أن توزع المنشأة أرباح فإنها توزع أسهم مجانية على الشركاء، وتقوم باستثمار الأموال ( التي كان من المفروض أن تكون أرباح موزعة) في مجالات مربحة، خاصة إذا كانت المنشأة تتمتع بمعدل نمو عال.

بهذه الطريقة سيستفيد المساهم من زيادة عوائده خاصة إذا ما قامت المنشأة فيما بعد بتوزيع أرباح نقدية بنفس معدل توزيع الأسهم المجانية. مما سيؤدي إلى زيادة نصيبه من الأرباح الموزعة مستقبلا، خاصة مع بقاء معدل التوزيع ثابت وعدم بيعه للأسهم التي حصل عليها مجانا.

إن المنشأة التي يكون فيها نصيب السهم من الأرباح المحققة ( **Earnings Per Share (EPS** عاليا جدا، ويستمر لفترة طويلة، ثم تقوم هذه المنشأة بتوزيع الأرباح على شكل أسهم ، عادة ما يكون ذلك عبارة عن مؤشر على زيادة الأرباح في المستقبل ، وبالتالي المحافظة على رضاء و ثقة مساهميها. و لكن إذا لم ترتفع الأرباح بعد انتهاج سياسة توزيع أرباح على شكل أسهم فسوف يحصل تمييع في نصيب السهم الواحد من الأرباح بنسبة زيادة عدد الأسهم المتداولة. وهذا طبعا سوف يؤدي حتما إلى انخفاض في نصيب السهم من الأرباح EPS بشكل كبير، وهو ما سوف تنجم عنه آثار سلبية على المنشأة يمكن أن تفقدها ثقة مساهميها [ بوراس ،2001، ص182].

### 3. الاشتقاق العكسي

بالإضافة إلى عمليتي توزيع أسهم مجانية، واشتقاق الأسهم هناك الاشتقاق العكسي، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية.

فمثلا إذا قامت المنشأة بعملية اشتقاق عكسي بمعدل 10:1، بمعنى أن المنشأة ستمنح لكل مساهم سهما واحدا مقابل 10 أسهم يمتلكها. هذا الأمر سينتج عنه انخفاض في عدد الأسهم وارتفاع في القيمة الاسمية للسهم. لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا، حيث أكدت عدة دراسات أن ارتفاع القيمة السوقية للسهم تجعل درجة تقلب سعر السهم تميل إلى الانخفاض، كما أن سيولة السهم تكون أعلى. أي أن أسعار الأسهم تميل إلى الاستقرار كلما زادت القيمة السوقية للسهم. وهذه النتيجة هي ، في الواقع، في صالح عدم إجراء توزيعات أسهم مجانية، أو اشتقاق للأسهم، وإنما تكون في صالح إجراء ما يسمى بالاشتقاق العكسي **REVERSE SPLIT** ، و هو تخفيض في عدد الأسهم المصدرة و رفع القيمة الاسمية للسهم [ بوراس ، 2001 ، ص 186].

من بين مبررات لجوء الشركة إلى عملية الاشتقاق العكسي نذكر:

- أن القواعد التنظيمية لبعض الأسواق المالية تشترط أن لا يقل سعر السهم عن مبلغ معين، لذلك فان المنشآت التي لا تحقق هذا الشرط تضطر إلى اللجوء إلى الاشتقاق العكسي.
- قد تلجأ المنشأة إلى هذه العملية حتى تعطي صورة عن استقرار أوضاعها، ذلك أن هناك من يفسر انخفاض سعر السهم إلى مستويات معينة، بظروف سيئة تمر بها المنشأة.
- قد يكون هدف المنشأة التقليل من عدد مساهميها وذلك بإخراج صغار المساهمين الذين لا يملكون عدد معين من الأسهم ( 30 سهما مثلا).

### 4. زيادة رأس المال

من الناحية النظرية لا تحدث زيادة رأس المال أي تأثير على السعر إلا إذا كان سعر الإصدار أقل من سعر البورصة للسهم في يوم الإصدار وهو غالبا ما يحدث مما يعني تخفيض السعر – لذلك يتطلب

الأمر تعويض المساهمين بإعطائهم حق الأولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال بنسبة عدد الأسهم القديمة التي يملكها المساهم أو يبيع هذا الحق للغير.

$$\text{قيمة حق الاكتتاب} = \frac{\text{س} - \text{س}'}{\text{د}+1} \qquad (24-3)$$

$$\text{قيمة حق الاكتتاب} = \frac{\text{سعر أول يوم الاكتتاب} - \text{سعر الإصدار للسهم الجديد}}{\text{عدد الأسهم القديمة المقدمة للاكتتاب في السهم الجديد}}$$

لذلك يتطلب الأمر تعديل أسعار السهم قبل زيادة رأس المال حتى تكون صالحة للمقارنة، حيث يجب اعتبار بيع حق الاكتتاب بمثابة تصفية جزئية للمحفظة و بذلك تضرب الأسعار في المعامل م، حيث

$$\text{م} = \frac{\text{س ex}}{\text{س}} = \frac{\text{سعر السهم بعد الإصدار}}{\text{سعر السهم قبل الإصدار}} \qquad (25-3)$$

[حنفي ، 1995، ص 206،207].

## المطلب الثالث: أساليب تقييم السهم

هناك اختلاف كبير في طرق و أساليب تقييم الأسهم، نظرا لاختلاف القناعات ووجهات النظر حول أي الطرق أفضل، وعموما يمكن أن نشير إلى ستة (06) طرق أساسية لتقييم الأسهم ، وقبل ذلك يجب أن نشير إلى أن للسهم خمسة (05) قيم ، وهي القيمة الاسمية، القيمة الدفترية للسهم، القيمة عند التصفية، القيمة الاحلالية ، القيمة الحالية .

## 1. القيمة الاسمية

القيمة الاسمية للسهم هي القيمة المدونة على ظهر السهم، والتي يتم تحديدها في عقد المنشأة، وتبقى على حالها ما لم يؤثر أداء المنشأة على هذه القيمة ( كاشتقاق الأسهم مثلا) . فإذا فرضنا مثلا أن قيمة الأسهم العادية التي تظهر في ميزانية المنشأة هي 400 وحدة نقدية، وأن القيمة الاسمية للسهم هي 2 وحدة نقدية، فان عدد الأسهم التي أصدرتها المنشأة هي ( 400: 2 = 200 سهم).

## 2. القيمة الدفترية

تحسب القيمة الدفترية بقسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم. وما يعاب على القيمة الدفترية هو كونها قيمة تاريخية ، حيث إذا ما رجعنا إلى أصول منشأة معينة سنجدها مسجلة بقيمتها التاريخية، حيث لا تأخذ بعين الاعتبار مستوى التضخم السائد في الاقتصاد، وإذا ما قيمت هذه الأصول حاليا سنجد أن هذه القيمة تختلف عن القيمة التي سجلت بها سابقا والتي تعتبر تاريخية. كما أنه لا يمكننا الاعتماد على هذه القيمة في المقارنة بين المنشآت حتى وان كان هناك تشابه في الحجم و في نوع النشاط، وحتى وان كان هناك تقارب كبير بين هذه المنشآت، لأن مجرد الاختلاف في الطرق المحاسبية المعتمدة في معالجة بعض الحسابات من شأنه أن يؤثر على القيمة الدفترية للمنشأة. كأن يكون هناك اختلاف في معدل الإهتلاك المعتمد، فنجد منشأة تعتمد على قسط الاهتلاك الثابت، وأخرى على قسط الاهتلاك المتناقص. كما قد يكون هناك اختلاف بين المنشأتين في تقدير مخصصات الأخطار، أو مخصصات تدني قيمة المخزون، أو أن تعتمد منشأة على طريقة FIFO ( الوارد أولا، الصادر أولا) في تسيير المخزون، في حين تعتمد الثانية على طريقة LIFO ( الوارد أخيرا، الصادر أولا).

يمكن القول بأن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات لعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فان القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من الاستثمار المبدئي [ الحناوي و آخرون، 2003-2004، ص 45] .

### 3. القيمة عند التصفية

نقصد بالتصفية إنهاء أعمال المنشأة و دفع ديونها من خلال بيع جميع أصولها، ويقوم بهذه العملية المصفي الذي يقوم بجمع ما للمنشأة من أموال لدى الغير، كما يقوم ببيع أصولها و تحصيل أموال هذا البيع ليتم تسديد ديونها، وغالبا ما تكون قيمة أصول المنشأة وهي تمارس نشاطها أعلى من قيمتها عند التصفية، لذلك ستكون القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية.

### 4. القيمة الاحلالية

تختلف القيمة الاحلالية عن القيمة عند التصفية، فالقيمة عند التصفية تشير إلى صافي القيمة البيعية للأصل أو الورقة المالية، بينما تشير القيمة الاحلالية إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بسعر اليوم. و على ذلك ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات ( مثل عمولات البيع، ومصاريف تفكيك و التخلص من الأصل....الخ) فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الاحلالية. ومن ثم فوجود تكلفة معاملات من شأنه أن يجعل القيمة الاحلالية أكبر من القيمة عند التصفية.[ الحناوي و آخرون، 2003-2004 ، ص45].

### 5. القيمة الحالية

يقيم السهم وفقا لهذا الأسلوب بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها صاحب السهم مستقبلا أي التوزيعات المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا السهم. في هذا الإطار يوجد عدد كبير من النماذج التي تعتمد على فكرة

القيمة الحالية في تحديد القيمة العادلة للسهم. من بين هذه النماذج نذكر نموذج الخصم ( خصم التوزيعات)، نموذج خصم ربح السهم، نموذج خصم التدفق النقدي، نموذج سعر السهم إلى ربح السهم، نموذج التدفق النقدي الحر. لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي أن نتعمق أكثر في دراسة هذه النماذج.

## 1.5. نموذج الخصم ( خصم التوزيعات)

يعتبر من أكثر المداخل استخداما في تقييم السهم، ويقوم على فكرة أن تحديد القيمة العادلة أو القيمة الذاتية، أو القيمة النظرية للورقة المالية يتم من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية لهذه الورقة. و يعتمد ذلك على تقدير قيمة توزيعات السهم المستقبلية، والفترة الزمنية التي سيستمر فيها إجراء التوزيعات، وكذلك تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار. وهكذا فان نموذج الخصم أو مايطلق عليه بنموذج رسملة الدخل CAPITALIZATION OF INCOME MODEL يقوم على القاعدة الراسخة في مجال الاستثمار، وهي أن القيمة العادلة لأي استثمار، بما فيها الاستثمار في الأسهم العادية، تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلة مخصومة بمعدل خصم ملائم على النحو الذي توضحه المعادلة :

$$\hat{V} = \sum_{s=1}^{n} \frac{Vs}{(1+M)^s} \qquad (3-26)$$

حيث "$\hat{V}$ " تمثل القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في السوق، أو ما يسمى بالقيمة الذاتية أو القيمة النظرية للاستثمار.

" $Vs$ " تمثل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار عند الزمن "s".

أما "M" فتمثل معدل خصم التدفقات النقدية أو ما يسمى بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار.

و أخيرا فان "n" تمثل العمر الافتراضي للاستثمار، وبلغة أسواق رأس المال تمثل "n" الفترة الزمنية الممتدة حتى تاريخ استحقاق الأصل المالي أو حتى التاريخ المخطط للتصرف فيه [ هندي، 1999، ص 362].

و في حالة السهم، فمن المعلوم أنه ليس له تاريخ استحقاق، وإذا ما أراد صاحب السهم استرداد قيمته فما عليه سوى التنازل عنه. وبما أن السهم يستمر باستمرار المنشأة ، وبافتراض أن صاحب السهم قرر الاحتفاظ به إلى الأبد ( وهو ما لايحدث في الواقع) ، فانه يمكننا تعويض "n" في المعادلة السابقة – أي العمر الافتراضي للاستثمار – بـــ ∞ .

وعليه تصبح المعادلة بالشكل التالي :

$$\hat{V} = \sum_{s=1}^{\infty} \frac{Ds}{(1+M)^s} \qquad (3-27)$$

أو

$$\hat{V} = D1(1/1+M) + D2(1/1+M)^2 + \ldots\ldots\ldots + D\infty(1/1+M)^{\infty} \qquad (3-28)$$

تعبر هذه المعادلة عن الشكل العام لنموذج خصم التوزيعات، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن توزيعات السهم قد تكون ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تنمو بمعدل متزايد أو بمعدل متناقص من فترة لأخرى حسب الحالة و هي الحالات التي يجب أن نقوم بدراستها، كل واحدة على حدا، لنوضح كيف يؤثر حجم نمو التوزيعات على نموذج التوزيعات، ومن ثم على قيمة السهم.

و عليه فان التوزيعات المتوقعة في نهاية سنة ما و لنطلق عليها "Ds"، تساوي التوزيعات عن السنة السابقة عليها "Ds-1" مضروبة في معدل نمو التوزيعات في تلك السنة " Hs " ، والذي يأخذ قيمة موجبة أو قيمة سالبة، وهو ما يعبر عنه بالمعادلة:

$$Ds = Ds\text{-}1(1 + Hs) \qquad (3-29)$$

[ هندي، 1999، ص 365، 366 ].

كل هذا التحليل الذي قمنا به لحد الآن هو في ظل افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسهم إلى ما لا نهاية( و هو الأمر الذي نادرا ما يتحقق ). فماذا لو افترضنا الآن أن المستثمر سيحتفظ بالسهم لفترة زمنية محددة. كيف سيصبح نموذج التوزيعات، وهل سيؤثر هذا الأمر على القيمة الحالية أو القيمة العادلة للسهم.

في ظل الافتراض الجديد ستأخذ المعادلة السابقة (3 – 27 )الشكل التالي :

$$\hat{V} = \sum_{s=1}^{n} D1(1/1+M)^1 + D2(1/1+M)^2 + \ldots\ldots\ldots + (Dn + \hat{V}n)(1/1+M)^n \qquad (3-30)$$

حيث"$\hat{V}n$ " هنا تمثل القيمة المتوقعة لبيع السهم في الفترة "n".

ولكن إذا ما قارنا بين المعادلتين (3 – 27 )و (3 – 30 ) سنجد أنهما متطابقتين ، ذلك أنهما تنطلقان من مبدأ واحد هو إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ولإثبات ذلك دعنا نفترض أن مستثمر في سهم ما قرر بيع سهمه بعد 4 سنوات من الآن، بقيمة متوقعة $\hat{V}4$ وهو ما تعبر عنه المعادلة التالية:

$$\hat{V} = D1(1/1+M)^1 + D2(1/1+M)^2 + D3(1/1+M)^3 + \ldots\ldots + (D4 + \hat{V}4)(1/1+M)^4 \qquad (3-31)$$

$$\hat{V} = D1(1/1+M)^1 + D2(1/1+M)^2 + D3(1/1+M)^3 + \ldots\ldots + D4(1/1+M)^4 + \hat{V}4\,(1/1+M)^4 \qquad (3-32)$$

و بما أن قيمة السهم في الفترة 4 أي $\hat{V}_4$ تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها بعد السنة الرابعة، أي انطلاقا من نهاية السنة الخامسة فما فوق، فان القيمة العادلة ( الحقيقية) للسهم في نهاية السنة الرابعة تحسب بالعلاقة التالية:

$$\hat{V}_4 = D5/(1+M)^5 + D6(1+M)^6 + \ldots\ldots + D\infty/(1+M)^{\infty} \qquad (3-33)$$

بالتعويض بقيمة $\hat{V}_4$ في المعادلة (3 – 32)

$$\hat{V} = D1(1/1+M)^1 + D2(1/1+M)^2 + D3(1/1+M)^3 + \ldots\ldots + D4(1/1+M)^4 + D5(1/1+M)^5$$

$$D6(1/1+M)^6 + \ldots\ldots\ldots + D\infty(1/1+M)^{\infty} \qquad (3-34)$$

وهو ما ينطبق تماما مع المعادلة (3 – 28)

سبق وقلنا أن توزيعات السهم قد تكون ثابتة من فترة لأخرى، بمعنى أن نمو التوزيعات يساوي صفر، كما قد يكون هناك نمو في التوزيعات المستقبلية لكن بمعدل ثابت، أو أن تتغير نسبة نمو التوزيعات من سنة لأخرى. وهي الحالات التي سنحاول دراستها من خلال ما سيأتي.

### 1.1.5 نموذج النمو الصفري ( حالة التوزيعات الثابتة)

يفترض ضمن هذا النموذج أن تبقى قيمة التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر ثابتة خلال الزمن، وعليه فعند قياس نسبة نمو التوزيعات من فترة لأخرى سنجد أنها تساوي "صفر"، بمعنى أن $D1 = D2 = D3 = \ldots\ldots\ldots D\infty$

انطلاقا من ذلك يمكن تحديد القيمة العادلة للسهم بالعلاقة التالية:

$$\hat{V} = \sum_{s=1}^{\infty} D\,(1/1+M)^{s} \qquad (3-35)$$

أو

$$\hat{V} = D \sum_{s=1}^{\infty} (1/1+M)^{s} \qquad (3-36)$$

[ هندي، 1999، ص 370].

هذا في حالة أن للسهم تاريخ استحقاق محدد، أما إذا افترضنا أن السهم ليس له تاريخ استحقاق، عندها تحدد القيمة العادلة ( النظرية) للسهم بالعلاقة التالية:

$$\hat{V} = \frac{D}{M} \qquad (3-37)$$

[الحناوي وآخرون، 2004 ، ص49] .

انطلاقا من هذه المعادلة يمكننا حساب القيمة الحقيقية العادلة للسهم، ومن ثم مقارنتها بالقيمة السوقية للسهم. فإذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، هذا يعني أن السهم قيم بأقل منا ينبغي، وفي هذه الحالة يفضل الاحتفاظ بالسهم و شراء المزيد منه إذا كان المستثمر يملك الأموال اللازمة. أما إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة العادلة، هذا يعني أن سعر السهم مبالغ فيه، وينصح في هذه الحالة بعدم

شراء هذا السهم و التنازل عما يملكه المستثمر من هذا النوع من الأسهم. ما يمكن قوله عن نموذج النمو الصفري هو أنه نموذج نظري أكثر منه واقعي إذ نادرا ما نجد أن نسبة نمو التوزيعات تساوي صفر، أي ثبات التوزيعات، طبعا باستثناء الأسهم الممتازة التي تحصل على نسبة توزيعات ثابتة عموما.

### 2.1.5. نموذج النمو الثابت

يؤكد المنطق الاقتصادي أن معدل العائد و مقسوم الأرباح لا بد وأن ينمو بالزيادة سنويا وبشكل يتناسب و معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي مع الأخذ بعين الاعتبار معدل النمو في التضخم [ الشمخي، الجزراوي ،1998، ص 336].

و عادة ما يشار إلى نموذج النمو الثابت للتوزيعات على أنه نموذج مايرون قوردن Gordon model الذي تلخصه المعادلة التالية :

$$\hat{V} = D(1+M)/M-K \qquad (3-38)$$

أو

$$\hat{V} = D1/M-K \qquad (3-39)$$

حيث "K" تمثل معدل نمو التوزيعات. [ هندي، 1999، ص 373].

ويمكننا من خلال هذه المعادلة استخراج قيمة معدل العائد المتوقع على الاستثمار "M".

$$\hat{V} = D1/M-K \qquad (3-40)$$

$$\hat{V}(M-K) = D1 \qquad (3-41)$$

$$\hat{V}M - \hat{V}K = D1 \qquad (3-42)$$

$$\hat{V}M = D1 + \hat{V}K \qquad (3-43)$$

$$\hat{M} = D1/V + K \qquad (3-44)$$

"$\hat{M}$" معدل العائد المتوقع على الاستثمار، "V" القيمة السوقية للسهم، "K" معدل النمو المتوقع ( أو القيمة المتوقعة لغلة الأرباح الرأسمالية).

D1/ V تمثل القيمة المتوقعة لغلة التوزيعات.

وعليه وعند استخراج قيمة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، فإذا تبين أن قيمته أقل من قيمة معدل العائد المطلوب على الاستثمار فهذا يعني أن قيمة السهم مبالغ فيها ويفضل التنازل عنه. أما إذا كانت قيمة العائد المتوقع أكبر من قيمة معدل العائد المطلوب، فهذا يعني أن قيمة السهم أقل مما ينبغي لذا يفضل الاحتفاظ بالسهم، وشراء المزيد منه إذا أمكن.

نريد أن نشير كذلك إلى حالة ما إذا كان معدل نمو التوزيعات سالب حيث تصبح قيمة السهم في هذه الحالة كالتالي:

$$\hat{V} = \frac{D1}{M + K} \qquad (3-45)$$

وإذا ما قارنا بين القيمة العادلة للسهم في حالة كون معدل نمو التوزيعات سالب، وبين قيمته في حالة كون معدل نمو التوزيعات موجب، فسوف نستنتج مباشرة أن القيمة الحقيقية للسهم في الحالة الأولى ستكون أقل من القيمة الحقيقة للسهم في الحالة الثانية لأن قيمة المقام في حالة معدل نمو التوزيعات سالب ستكون أكبر منه في حالة معدل نمو التوزيعات موجب .

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن معادلة نموذج النمو الثابت تتأثر كثيرا بأي تغير يمس مكونات النموذج و نقصد بذلك معدل نمو التوزيعات ، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار. انطلاقا من ذلك يمكن أن نجد اختلافا كبيرا في تقديرات المستثمرين للقيمة الحقيقية ( العادلة) للسهم($\hat{V}$) إذا ما اختلفوا في تقدير معدل النمو و معدل الخصم، و لو كان هناك اتفاق بين الجميع على أن هناك ثبات في معدل النمو من فترة لأخرى.

و يشير **راد كليف** [Radcliffe, 1994, p 448 ] إلى أنه على الرغم من أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظري، فان المعادلة ($\Delta$) تظل صالحة للتطبيق عندما يكون التباين في معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفا [ هندي، 1999، ص 374]. وعليه فإذا كانت نسبة النمو للسهم ثابتة فان حالة الثبات سوف ترافق المتغيرات الآتية:

1- ينمو مقسوم الأرباح بنسبة ثابتة أو بمعدل ثابت.

2- إن القيمة الحالية للسهم ( أو سعر السهم) سوف تنمو بنفس معدل النمو هذا.

3- إن عائد مقسوم الأرباح يبقى ثابتا.

4- إن معدل المكاسب الرأسمالية يبقى ثابتا، وهو يساوي قيمة "و" ( معدل النمو المتوقع في الأرباح).

5- إن معدل العائد المتوقع من السهم ( معدل الخصم أو سعر الفائدة السوقية) يساوي عائد مقسوم الأرباح زائدا عائد المكاسب الرأسمالية المتوقع [ الشمخي، الجزراوي، 1998، ص 338].

طبعا هذه الأمور تتحقق بفرض أن سوق رأس المال كفء، أين يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي معدل العائد المتوقع.

## 3.1. نموذج النمو غير الثابت

فكرة النمو غير الثابت مرتبط بدورة حياة المنشأة، حيث نجد أن معدل نمو المنشأة يختلف من فترة خرى، حيث يتجاوز معدل النمو السائد في الاقتصاد أحيانا، ويكون مساوي له أو أقل منه أحيانا رى، حسب المرحلة التي تمر بها المنشأة.

يطلق على نموذج النمو غير الثابت بنموذج النمو المتعدد multiple – growth model، على اس أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا يظل على وتيرة واحدة. وترتبط حالة النمو غير الثابت بالمنشآت ديثة الإنشاء. ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه المنشأة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة، بينما در إجراء توزيع للأرباح. وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المنشأة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في تزايد من سنة إلى أخرى. و عند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض ى أن يصل إلى مستوى تستطيع المنشأة الإبقاء عليه في المدى الطويل، وحينئذ يستقر معدل النمو [ ندي، 1999، ص 378،379].

وعليه فانه عند وضع نموذج النمو غير الثابت من أجل تقدير القيمة الحقيقية للسهم، يجب الأخذ بعين لاعتبار فيما إذا كان التغير في معدل نمو التوزيعات يحدث مرة واحدة أو مرتين. بمعنى إذا كان معدل مو التوزيعات يرتفع في مرحلة أولى، لينخفض و ينتظم في مرحلة ثانية، فإننا نتحدث هنا عن نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين. أما إذا كان معدل نمو التوزيعات يمر بمرحلة النمو المرتفع و المستقر، ثم بمرحلة النمو المنخفض تدريجيا ( أو مرحلة تحول النمو)، ثم بمرحلة النمو المستقر إلى ما لا نهاية، فإننا نتحدث هنا عن نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة. لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم في حالة نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين لابد من :

1- حساب القيمة الحالية للتوزيعات خلال فترة النمو المرتفع، ولنفرض أنها تنتهي عند الزمن "n "

2- إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة في الفترة المتبقية أي من الفترة"n+1" إلى مالا نهاية.

ولتحقيق ذلك لا بد من :

- حساب قيمة التوزيعات المنتظمة في الزمن "n".
- و حساب القيمة الحالية للقيمة السوقية للسهم في الزمن "n" .

3- نقوم بجمع نتيجة الخطوة (1) مع نتيجة الخطوة(2) فنحصل على القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم.

و يمكن حساب القيمة العادلة للسهم بتطبيق العلاقة :

$$\hat{V} = \sum_{s=1}^{n} Ds\,(1/1+M)^{s} + (Dn+1/M-K)\times 1/(1+M)^{n} \qquad (3-46)$$

حيث "n" تمثل تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية، "k" تمثل معدل النمو الثابت الذي سيستمر منذ نهاية مرحلة النمو غير العادي [ هندي، 1999، ص 380]. وهي نفس العلاقة التي سنطبقها في الحالة الثانية، وهي حالة نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة. مع الأخذ بعين الاعتبار فقط أنه يجب في كل مرة التعويض بقيمة "k" المناسبة أي لحساب قيمة Ds حيث:

$$D1 = D(1+k1)\,,\ D2 = D1\,(1+K2)\,,\ D3 = D2\,(1+K3).....ect \qquad (3-47)$$

بمعنى في مرحلة النمو المرتفع نعوض بقيمة "و" في تلك المرحلة، وهكذا بالنسبة للمرحلة الثانية و الثالثة، لنحصل بالتالي على قيمة التوزيعات المتوقعة لكل مرحلة ونعوض بها في العلاقة السابقة لإيجاد قيمتها الحالية.

نريد أن نشير كذلك إلى كيفية تقدير معدل نمو التوزيعات "k" إذ يتوقف ذلك المعدل على نسبة الأرباح المحتجزة ومعدل العائد المتوقع على حقوق الملكية. ومع هذا هناك من يعتقد أن التقدير المتوسط لمعدل النمو المنتظم هو معدل نمو الاقتصاد القومي في الدولة التي تعمل فيها المنشأة. [ هندي،1999 ، ص 384].

## 2.5. نموذج مضاعف الربحية

يستخدم الأساسيين FUNDAMENTALISTS مدخلا آخر بديل لتقدير القيمة الحقيقية للسهم،هو مضاعف الربحية EARNINGS MULTIPLIER أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى ربحيته PRICE EARNINGS RATIO OR P/E RATIO .والذي يمكن حسابه كالتالي :

$$PER = \frac{P}{E} \qquad (3-48)$$

حيث "P" تمثل القيمة السوقية للسهم في السوق، وعادة ما يقصد بها سعر الإقفال في يوم التقييم، أما "E" فتمثل ربحية السهم التي عادة ما يقصد بها ربحية السهم خلال الاثنى عشر شهر الأخيرة [ هندي، 1999، ص 384،385].

فإذا افترضنا مثلا أن القيمة السوقية للسهم هي 150 دج ، وربحية 5 دج ، فان مضاعف الربحية $\frac{150}{5}$ = 30 دج . وهي تمثل المبلغ الذي يكون المستثمر مستعدا لدفعه في هذا السهم مقابل 1 دج من الأرباح، كما يمكن تفسيره بأنه يمثل عدد السنوات التي ينتظرها المستثمر من أجل استرداد أمواله التي استثمرها في السهم وهذا من خلال ما يحققه السهم من أرباح سنويا.

ما يؤخذ على نموذج مضاعف الربحية هو أن المستثمر يتخذ القرار بالاستثمار في سهم ما، بناءا على الأرباح المتوقعة مستقبلا، وليس على أساس الأرباح الماضية. ومن خلال معادلة مضاعف الربحية يتضح جليا أن هذا الأخير يتأثر بعاملين أساسيين هما سعر السهم و ربحيته. وعليه وإذا ما افترضنا أن ربحية السهم هي الربحية المستقبلية وأن سعر السهم هو السعر المتوقع في ظل هذه الربحية، وأن معدل

نمو توزيعات المنشأة هو معدل نمو ثابت ، ومع ثبات العوامل الأخرى فسنصل إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة طردية بين مضاعف الربحية و نسبة الأرباح الموزعة، ونسبة الأرباح المحتجزة، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل النمو. في حين سنجد أن العلاقة بين مضاعف الربحية ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار هي علاقة عكسية، وهو مايتضح من خلال العلاقات التالية:

$$\hat{V} = \frac{D1}{M-K} \qquad (3-49)$$

بما يعني أن المضاعف ليس محسوبا على أساس سعر السوق، بل على أساس السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم. ولما كانت D1 لا تخرج عن كونها ربحية السهم في السنة التالية مضروبة في الجزء من الأرباح الذي يتقرر توزيعه. وأن معدل النمو يتمثل في معدل الأرباح المحتجزة مضروبا في معدل العائد على حقوق الملكية، فانه يمكن إعادة صياغة المعادلة (46 – 3) لتأخذ الصورة التالية:

$$\hat{V} = \frac{E1(1-R)}{M-R\times L} \qquad (3-50)$$

حيث "E1" تمثل ربحية السهم في السنة التالية، "R" تمثل نسبة الأرباح المحتجزة، (1 – R) تمثل نسبة الأرباح الموزعة، "L" تمثل معدل العائد على حقوق الملكية.

أما "M" فتمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

و بقسمة $\hat{V}$ على E1 نحصل على قيمة المضاعف على النحو الذي توضحه المعادلة:

$$\hat{V}/E1 = \frac{E1\,(1-R):E1}{M-R\times L} = \frac{1-R}{M-R\times L} \qquad (3-51)$$

[ هندي ، 1999، ص 386].

لقد سبق وقلنا أن العلاقة بين مضاعف الربحية و معدل العائد المطلوب على الاستثمار هي علاقة عكسية، وبما أن هناك ارتباط وثيق بين معدل العائد المطلوب على الاستثمار و سعر الفائدة للأوراق المالية أو الأصول المالية ذات العائد الثابت، فإننا نستنتج مباشرة أن العلاقة بين مضاعف الربحية وسعر الفائدة السوقي هي علاقة عكسية أيضا.

## 3.5. نماذج بديلة لتقييم السهم

إضافة إلى نموذج خصم التوزيعات، ونموذج مضاعف الربحية، هناك أيضا نموذج تقييم الربحية، ونموذج التدفق النقدي.

### 1.3.5. نموذج تقييم الربحية

إن المبدأ في نموذج تقييم الربحية يقوم على أساس تحديد قيمة السهم انطلاقا من الأرباح التي يتوقع أن تحققها المنشأة، وليس على أساس التوزيعات وبناءا على ذلك فان القيمة الحقيقية للسهم تساوي القيمة الحالية لأرباح السهم المتوقعة مستقبلا مطروحا منها القيمة الحالية للأرباح المحتجزة.

ذلك عند التسليم بأن الأرباح المحتجزة ماهي في الواقع إلا استثمار إضافي من طرف المساهمين في أصول المنشأة. هذا السيناريو يتفق مع المبدأ الراسخ في مجال الاستثمار، الذي يقضي بأن القيمة الحقيقية لأي أصل استثماري تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تتاح بالفعل لمن يمتلكه، وهو ما تعكسه المعادلة التالية :

$$\hat{V} = \sum_{S=1}^{\infty} Es\,(1/1+M)^s - \sum_{S=1}^{\infty} Is\,(1/1+M)^s \qquad (3-52)$$

أو :

$$\hat{V} = \sum_{S=1}^{\infty} Es - Is\,(1/1+M)^s \qquad (3-53)$$

حيث "E" تمثل ربحية السهم المتوقعة، "I" تمثل حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة في أصول المنشأة، والتي تساوي بالتمام و الكمال الأرباح التي يتقرر احتجازها [ هندي،1999، ص 389].

و في حالة ما إذا كانت الأرباح المستقبلية تنمو بمعدل نمو ثابت فيمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة التي تمثل النموذج العام لتقيم الربحية لتأخذ الشكل التالي:

$$\hat{V} = \frac{E1 - I1}{M - K} \qquad (3-54)$$

وهو يمثل نموذج الربحية ذات النمو الثابت.

هذا وهناك حالة خاصة لنموذج نمو الربحية، وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساويا لمعدل العائد على حقوق الملكية، وهي الحالة التي تعبر عنها المعادلة التالية:

$$\hat{V} = \frac{E1}{M} \qquad (3-55)$$

وتشبه هذه الحالة الخاصة حالة النمو الصفري في نموذج التوزيعات. [ هندي،1999 ، ص 391]. بمعنى أنه في حالة تعادل معدل العائد المطلوب على الاستثمار مع معدل العائد على حقوق الملكية، فان الأرباح المحتجزة لن يكون لها أي تأثير على القيمة الحقيقية للسهم. فإذا افترضنا أن الأرباح المحتجزة قدرها 1 دج ، و تنمو بمعدل 7%، وهو نفسه معدل العائد على حقوق الملكية، فسوف نصبح في نهاية السنة 1 (1+7%) = 1,07دج .

وعند خصم هذه الأرباح( 1,07دج) بمعدل خصم ( معدل العائد المطلوب على الاستثمار) يعادل تماما معدل العائد على حقوق الملكية أي 7%، سنجد أن القيمة الحالية لتلك الأرباح تساوي الواحد (1 دج) . هذا يعني أن صافي القيمة الحالية للأصول التي استثمرت فيها الأرباح المحتجزة تساوي 0 الصفر.

### 2.3.5. نموذج التدفق النقدي

يقصد بالتدفق النقدي هنا صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه المصاريف غير النقدية أو التكاليف التي لا تستخدم أموالا حاضرة ، كالاهتلاك ومخصصات تدني المخزون، ومخصصات الديون المشكوك في تحصيلها. هذا من و جهة نظر محاسبية بحتة، أما من وجهة نظر المستثمر، تمثل التدفقات النقدية المستقبلية – كما سبق و أوضحنا – التوزيعات المستقبلية التي يحصل عليها المستثمر. وكما هو معلوم أن الفكرة الأساسية في الاستثمار تقوم على أن القيمة الحقيقية لأي استثمار تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. وعليه يعتمد هذا النموذج على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية، لكن قبل ذلك لابد من تحديد نصيب السهم من التدفقات النقدية و الذي يكون كالتالي :

$$" ق = ر س + \frac{\text{التكاليف غير النقدية}}{\text{عدد الأسهم}} " \qquad (3\text{-}56)$$

[ الحناوي و آخرون ، 2003-2004 ، ص 62].

حيث ق : تمثل نصيب السهم من التدفق النقدي الناتج عن العمليات ، رس : تمثل ربحية السهم والتي تحسب بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على عدد الأسهم.

يجب الإشارة فقط إلى أنه في نموذج تقييم الربحية استخرجنا نصيب السهم من الاستثمار الصافي ، أي دون احتساب الاهتلاك و مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها و غيرها من المصاريف غير النقدية. لكن في نموذج التدفق النقدي يتم إضافة المصاريف غير النقدية إلى الاستثمار الصافي، لنحصل بذلك على الاستثمار الإجمالي، بما يعني أن الاهتلاك و غيره من التكاليف غير النقدية، سوف يعاد استثمارها بالشكل الذي ينعكس على ثروة الملاك. و يحدد نصيب السهم من الاستثمار الإجمالي بالعلاقة التالية:

$$Ta = Ba + \frac{F}{N} \qquad (3\text{-}57)$$

حيث تشير " Ba " إلى الاستثمار الصافي في السهم و الذي يعكس الأرباح المحتجزة للسهم، أما "Ta " فتشير إلى الاستثمار الكلي في السهم و الذي يشمل بالإضافة إلى الاستثمار الصافي التكاليف غير النقدية للسهم. و "F" تمثل التكاليف والمصاريف غير النقدية، أما " N" فتمثل عدد الأسهم. وعلى هذا الأساس يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما يلي :

$$V = \sum_{a=1}^{\infty} (Va - Ta) / (1 + M)^n \qquad (3\text{-}58)$$

وقياسا على مدخل التوزيعات ، فإذا كان الاستثمار في السهم يتم إلى ما لا نهاية و التدفقات النقدية تنمو بمعدل ثابت فان سعر السهم يمكن تحديده بالمعادلة:

$$V = \frac{Va - Ta}{M - K} \qquad (3-59)$$

وقياسا أيضا على نموذج التوزيعات فإذا كانت التدفقات النقدية للسهم ثابتة ( لا يوجد نمو) فان سعر السهم يمكن تحديده بالمعادلة:

$$V = \frac{Va - Ta}{M} \qquad (3-60)$$

[ الحناوي و آخرون ، 2003- 2004 ، ص 62،63].

إن تطبيق نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية، وفي ظل معطيات معينة، سيوصلنا إلى نفس النتيجة التي تتحصل عليها باستخدام نموذج تقييم الربحية، ونموذج التوزيعات ، وهو الأمر الذي يجعلنا نصل إلى نتيجة أساسية مفادها أن الأساس في تحديد القيمة الحقيقية للسهم هو التوزيعات .

## 6. تقييم الأسهم الممتازة

يعرف السهم الممتاز بأنه صك ملكية يعطي لصاحبه الحق في الحصول على نسبة أرباح ثابتة، وتمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية. و في ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية ، فان القيمة العادلة للسهم الممتاز تقدر بالعلاقة التالية:

$$\hat{V} = \frac{D}{M} \qquad (3-61)$$

حيث D: تمثل قيمة التوزيعات .

M : تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، والذي تكون قيمته في حالة الأسهم الممتازة أقل منه في حالة الأسهم العادية، وهذا راجع إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية عنه في الأسهم الممتازة، لذلك نجد أن المستثمر في السهم العادي يطالب بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويضه عن مخاطر الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية.

و إذا كانت $\hat{V}$ تمثل القيمة العادلة للسهم، فيمكن القول أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من $\hat{V}$ المقدرة – و التي تمثل القيمة العادلة – فهذا يعني أن قيمته السوقية مبالغ فيها لهذا يفضل التنازل عن هذا السهم، والعكس صحيح. أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة النظرية، فهذا يعني أن هذا السهم قدر بأقل من قيمته الحقيقية لهذا يفضل في هذه الحالة شراء هذا السهم. كما يمكننا أن نصل إلى نفس النتيجة عن طريق حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار حيث:

$$\hat{M} = \frac{D}{V} \qquad (3-62)$$

و عليه إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب، يفضل في هذه الحالة شراء السهم، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب، يكون من الأنسب التنازل عن السهم. لأن السهم قيم في الحالة الأولى بأقل من قيمته الحقيقية، وقيم في الحالة الثانية بأكبر من قيمته الحقيقية ، غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على الأسهم الممتازة في التمويل ، وذلك لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار و العمولات و الخصومات التي قد يحصل عليها بعض المشترين. و إذا ما أخذنا في الحسبان أيضا أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة، فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم، وهو ما توضحه المعادلة:

$$Z = \frac{D}{S - Sj} \qquad (3-63)$$

$$= \frac{D}{S(1-j)} \qquad (3-64)$$

حيث Z : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

j: نسبة المصروفات المصاحبة للإصدار إلى القيمة السوقية للسهم.

S ( 1 – j ): صافي المتحصلات من بيع السهم [ مجيد ،2003 ، ص 55،56].

## خلاصة

السعر بصورة عامة وسعر الورقة المالية بصورة خاصة ناتج عن مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع وعليه فان قيمة الورقة المالية يعبر عنها بالسعر المسجل بالجداول عند انعقاد كل جلسة بورصة. و تظهر أهمية السعر من خلال كونه يحدد القيمة الحقيقية للورقة المالية، علما أنه في السوق الكفء تتساوى القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية. و يتأثر السعر أو القيمة السوقية للورقة المالية بمجموعة من العوامل، كالعوامل الخاصة بالسوق و بالحالة الاقتصادية العامة ، عوامل خاصة بالورقة المالية ، كالعائد و المخاطرة، عوامل فنية متعلقة بآليات خاصة بالبورصة، كتوقعات المتعاملين بالبورصة،علم النفس الخاص بالبورصة، درجة اتساع السوق، كيفية إدارة محفظة الأوراق المالية.

وعليه فانه لتحديد القيمة السوقية للورقة المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار للعوامل المحددة لهذه القيمة، ونقصد بذلك العائد المتوقع من الاستثمار و المخاطر. و بما أن عملية التقدير تتم في ظل عدم التأكد، فانه على المستثمر أن يضع توزيع احتمالي للعائد المتوقع. كما يمكن استخراج معدل العائد المتوقع من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **CABM** .

إن مدى تقلب العائد الذي يحصل عليه المستثمر مستقبلا، يمثل المخاطر التي تعتبر العامل الثاني المحدد لقيمة الورقة المالية. و تزيد المخاطر الناتجة عن اتخاذ قرار استثماري معين، كلما زاد تشتت العائد عن قيمته المتوقعة، وهو ما يمكن قياسه بالتباين أو بالانحراف المعياري، أو بصورة عامة من خلال معامل الاختلاف.

و يجب الأخذ بعين الاعتبار أن المخاطر الكلية للاستثمار تنقسم إلى مخاطر منتظمة، لايمكن تجنبها أو التقليل منها بتنويع مكونات محفظة الأوراق المالية، و مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها بالتنويع، ذلك لأنها مرتبطة بقطاع معين أو فرع معين، أو منشأة دون الأخرى، لذلك يمكن التقليل من هذا النوع من

المخاطر بالاستثمار في الأوراق المالية لمنشآت مختلفة. و بما أنه يمكن التقليل من المخاطر غير المنتظمة بالتنويع، لذلك سنركز تحليلنا على كيفية قياس المخاطر المنتظمة، لأن هذه الأخيرة لا يمكن التقليل منها بالتنويع.

و لتحديد سعر الورقة المالية لا يكفي فقط تحديد العوامل المؤثرة على قيمة الورقة المالية، بل يجب كذلك اختيار الطريقة المناسبة لتحديد قيمة الورقة المالية.

فإذا رجعنا إلى السندات تحدد القيمة العادلة للسند بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. أما بالنسبة للأسهم فتجدر الإشارة إلى أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العمليات التي تقوم بها المنشأة، حتى تكون عملية التقييم موضوعية، هذه العمليات هي تجزئة الأسهم ، توزيع أسهم مجانية، حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال. علما أن للسهم قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة عند التصفية، قيمة احلالية، والقيمة الحالية، حيث في هذه الأخيرة يقيم السهم بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها صاحب السهم مستقبلا.

و هناك عدة صور للنماذج التي تعتمد على فكرة القيمة الحالية، نذكر منها نموذج خصم التوزيعات بأشكاله المختلفة ،نموذج مضاعف الربحية ، نموذج تقييم الربحية،نموذج التدفق النقدي، وغيرها من النماذج لذلك أعتقد أن الصعوبة لا تكمن في تقييم الورقة المالية في حد ذاتها وإنما في اختيار الطريقة المناسبة لعملية التقييم.

# الفصل الرابع: اختبار كفاءة سوق رأس المال

# دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية

## تمهيد

تماشيا مع موضوع البحث و للإجابة على الإشكالية المطروحة، سنخصص هذا الفصل لاختبار كفاءة سوق رأس المال، وبالتالي دراسة سلوك سعر الورقة المالية ( السهم) في ظل هذا السوق. لذلك سنحاول دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، ألا وهي بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، سوق الكويت للأوراق المالية و بورصة الجزائر، خلال فترة الدراسة الممتدة من 2001 إلى 2008.

و كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري، سنحاول استخدام أكثر من طريقة لاختبار كفاءة السوق. حيث سنعتمد في مرحلة أولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة. من بين هذه المؤشرات نذكر، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، و رأس المال السوقي. و للتعمق أكثر، ولكي تكون الدراسة أكثر دقة سنحاول اختبار الصيغ المختلفة أو المستويات المختلفة للكفاءة السوق. لذلك سنستخدم طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، من خلال دراسة استقلالية أو عدم استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة.

كما سنستعمل أسلوب تحليل الارتباط لدراسة كفاءة السوق في صيغته المتوسطة، وذلك من خلال دراسة تأثير المعلومات الاقتصادية العامة المرتبطة بالمحيط الخارجي على سعر السهم.

## المبحث الأول: قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق

سنخصص هذا المبحث لدراسة و تحليل كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة، رأس المال السوقي، ومؤشر سيولة السوق، في كل سوق رأس مال على حدا، للحكم على ما إذا كان سوق رأس المال يتوفر على السمات الأساسية للكفاءة.

### المطلب الأول: بورصة عمان

عرفت بورصة عمان تطورات على مستوى كل من مؤشر الشركات المدرجة، رأس المال السوقي، ومؤشر السيولة خلال فترة الدراسة، وهو ما يظهره التحليل الموالي.

#### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة. في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة ، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة ، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

ولقد عرفت بورصة عمان تطور في عدد الشركات المدرجة كما يظهر من خلال الجدول التالي:

**الجدول (4-1): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن**

| السنة | عدد الشركات ( شركة ) | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 161 | - |
| 2002 | 158 | -1.86 |
| 2003 | 161 | +1.90 |
| 2004 | 192 | +19.25 |
| 2005 | 201 | +4.69 |
| 2006 | 227 | +12.94 |
| 2007 | 245 | +7.93 |
| 2008 | 262 | +6.94 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يظهر من خلال هذا الجدول أن عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان قد انخفض سنة 2002 مقارنة بسنة 2001 بنسبة 1.86%، وقد يكون سبب ذلك راجع لخروج بعض الشركات نتيجة لضعف أدائها. غير أن عدد الشركات ارتفع في السنة الموالية 2003 بنسبة 1.90%، واستمر هذا الارتفاع حتى نهاية فترة الدراسة2008 . وكانت أعلى نسبة نمو قد سجلت سنة 2004، حيث كانت نسبة الزيادة في عدد الشركات تقدر ب 19.25% مقارنة بسنة 2003.

و كما هو معروف انه كلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة كلما اتسع حجم السوق، هذا الاتساع الذي يعتبر من الميزات الأساسية للسوق الكفء.

وبالرغم من ذلك فان عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان يبقى منخفض من 161 شركة سنة 2001 إلى 262 شركة سنة 2008، إذا ما قارناه بعدد الشركات المسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث عدد الشركات المسجلة.

حيث كان عدد شركات السوق الأمريكي 6599 شركة سنة 1990، و 8450 شركة سنة 1998 [الدسوقي، 2000 ، ص134] ، وهي مازالت في تزايد مستمر.و مع ذلك يبقى تطور عدد شركات بورصة الأردن مؤشر ايجابي يدل على أن السوق في اتساع مستمر بشكل يؤثر ايجابيا على زيادة حجم الاستثمارات.

## 2- مؤشر سيولة السوق

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة و بسرعة، و كلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، وعليه فمن أجل قياس كفاءة السوق يمكننا حساب معدل دوران السهم ( قيمة التداول/ رأس المال السوقي). وبالنسبة لبورصة عمان فقد عرف هذا المؤشر تطور خلال فترة الدراسة وهو ما يظهر من خلال الجدول الموالي:

**الجدول (4 – 2): تطور مؤشر السيولة في بورصة الأردن**

| *السنة* | قيمة التداول( مليون دينار) | معدل دوران السهم (%) | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|
| *2001* | 662,57 | 16.35 | - |
| *2002* | 946,38 | 20.31 | +42.83 |
| *2003* | 1.855,2 | 49.1 | +96.03 |
| *2004* | 3.793,2 | 58.2 | +104.46 |
| *2005* | 16.871,0 | 94.1 | +344.77 |
| *2006* | 14.209,9 | 101.1 | -15.77 |
| *2007* | 12.348,1 | 91.2 | -13.10 |
| *2008* | 20.318,0 | 91.5 | +64.54 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف ارتفاعا مستمرا طيلة فترة الدراسة، حيث ارتفع من 16.35% سنة 2001 إلى 91.5% سنة 2008. و قد سجل أعلى نسبة ارتفاع سنة 2006 حيث قدر معدل دوران السهم ب 101.1%، وهو ما يعني ارتفاع متوسط تداول السهم من 16.35% في السنة، سنة 2001 إلى 101.1% سنة 2006. وهذا يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة ، الأمر الذي يعكس سيولة السوق . حيث أن زيادة سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته.

و من الواضح أن هناك اتجاه نحو زيادة سيولة السوق و هو الأمر الذي يعكسه معدل نمو قيمة التداول، حيث عرف هذا المعدل زيادة من سنة لأخرى، وكانت أعلى نسبة له سنة 2005 ، حيث أن معدل نمو قيمة التداول قدر في هذه السنة مقارنة بسنة 2004 ب 344.77%، وهي نسبة جد معتبرة و تدل على سرعة نمو بورصة الأردن و زيادة نشاط السوق، حتى وان سجلت قيمة التداول انخفاضين متتاليين سنتي 2006 و 2007 على التوالي، فقد عاودت الارتفاع سنة 2008 بنسبة 64.54%.

### 3- رأس المال السوقي

يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، و بالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية ، لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر [ السوقي، 2000، ص 132]. و رأس المال السوقي هو عبارة عن عدد الأسهم مضروبا بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق. أما بالنسبة لبورصة الأردن فقد تطور رأس المال السوقي على الشكل التالي:

**الجدول (4 – 3): تطور رأس المال السوقي في بورصة الأردن**

| السنة | رأس المال السوقي ( مليون دينار) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| *2001* | 4.476,74 | – |
| *2002* | 5.028,95 | +12.34 |
| *2003* | 7.772,8 | +54.56 |
| *2004* | 13.033,8 | +67.68 |
| *2005* | 26.667,1 | +104.60 |
| *2006* | 21.078,2 | -20.96 |
| *2007* | 29.214,2 | +38.60 |
| *2008* | *25.406,3* | *-13.03* |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن رأس المال السوقي في بورصة الأردن قد عرف زيادة مستمرة من 2001 حتى 2005، حيث ارتفع سنة 2002 بمعدل 12.34% مقارنة بسنة 2001، وارتفع سنة 2003 بمعدل 54.56% مقارنة بسنة 2002، ليستمر في الارتفاع بمعدل 67.68% و 104.60% على التوالي سنتي 2004 و 2005 مقارنة بالسنوات التي تسبقها، وهو ما يعكس قدرة البورصة على تعبئة المدخرات و زيادة الاستثمارات، كما يعكس كذلك زيادة الإصدارات الجديدة.

كما أن تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. فبالنسبة لبورصة عمان نلاحظ أن هناك تطور ايجابي طيلة الفترة 2001-2005 كما أنه اتجاه نحو الارتفاع ، وهو يعد تطور سريع و ما يعكس ذلك هو ارتفاع معدلات نمو رأس المال السوقي من سنة لأخرى.

غير أننا سجلنا بعد ذلك انخفاض سنة 2006 في رأس المال السوقي بمعدل 20.96%، وقد يكون سبب ذلك هو انخفاض قيمة الأسهم المتداولة، وان كان معدل الانخفاض في هذه الفترة أقل من معدل

الارتفاع في الفترة التي سبقتها. تلاها بعد ذلك ارتفاع في قيمة رأس المال السوقي بنسبة 38.60% سنة 2007 لينخفض في السنة الموالية 2008 بنسبة 13.03%.

على العموم و باستثناء الإنخفاضين المسجلين سنة 2006 و 2008، يمكننا القول أن بورصة عمان قادرة على جذب مدخرات جديدة، وتشجيع الاستثمار، وهي تعرف تطور سريع في اتجاه ايجابي، ويمكن اعتبار ذلك مؤشر على كفاءة البورصة.

## المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى عدد من المؤشرات، وهي مؤشر عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، رأس المال السوقي.

### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها هذا المؤشر من خلال معطيات الجدول التالي:

**الجدول (4 – 4): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي**

| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 76 | - |
| 2002 | 68 | -10.53 |
| 2003 | 70 | +2.94 |
| 2004 | 73 | +4.29 |
| 2005 | 77 | +5.48 |
| 2006 | 86 | +11.69 |
| 2007 | 111 | +29.07 |
| 2008 | 126 | +13.51 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

عرف سوق الأسهم السعودي انخفاض في عدد الشركات المدرجة سنة 2002، حيث قدر هذا الانخفاض ب 10.53%، ليرتفع بعد ذلك عدد الشركات المسجلة في السوق، حيث سجلنا زيادة في معدل نمو عدد الشركات من 2.94% سنة 2003 إلى 13.51% سنة2008 لينتقل بذلك عدد شركات سوق السهم السعودي من 68 شركة سنة 2002 إلى 126 شركة سنة 2008. مع أن هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشر ايجابي بالنسبة لسوق الأسهم السعودي، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق ، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

## 2- سيولة السوق

سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع سيولة سوق الأسهم السعودي، من خلال معطيات الجدول الموالي:

**الجدول (4 - 5): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي**

| السنة | قيمة التداول( مليون ريال) | معدل دوران السهم(%) | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 83.350,48 | 31.26 | - |
| 2002 | 116.162,07 | 39.45 | +39.37 |
| 2003 | 596.510,0 | 101.11 | +413.52 |
| 2004 | 1.773.859,1 | 154.44 | +197.37 |
| 2005 | 1.975.051,56 | 205.79 | +11.34 |
| 2006 | 5.261.851 | 429.2 | +166.42 |
| 2007 | 2.557.713 | 131.4 | -51.39 |
| 2008 | 1.962.946 | 212.3 | -23.25 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يعرف معدل دوران السهم لسوق رأس المال السعودي ارتفاعا كبيرا ومستمرا من سنة 2001 حتى سنة 2006، لينخفض سنة 2007 و يعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008. حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انتقل من 31.26% سنة 2001 إلى 429.2% سنة 2006، وهي نسبة مرتفعة تعكس سيولة سوق الأسهم السعودي. حيث كان متوسط تداول السهم سنة 2001 ، 31.26 مرة في السنة ، ليرتفع إلى 429.2 مرة في السنة عام 2006.

و عليه يمكن القول أنه يمكن شراء و بيع الأوراق المالية بسهولة، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة سيولة السوق وبالتالي زيادة كفاءته. كما أن سيولة سوق الأسهم السعودي تفوق سيولة بورصة عمان، وهذا يظهر من خلال معدل دوران السهم الذي كان طيلة فترة الدراسة أكبر من معدل دوران السهم في بورصة الأردن.

كما سجل سوق الأسهم السعودي ارتفاع مستمر و بمعدل مرتفع في قيمة التداول من سنة 2001 إلى سنة 2006، غير أن قيمة التداول انخفضت خلال السنتين التاليتين 2007- 2008 مقارنة بالسنة التي تسبقها. إلا أن نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أقل من نسبة الارتفاع المسجلة معظم فترة الدراسة.

إن تحقيق معدلات نمو متتالية و ايجابية في قيمة التداول يدل على نشاط سوق الأسهم السعودي وسرعة نموه ،وهي كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءته.

### 3- رأس المال السوقي

لقد تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة 2001-2008 وهو ما يتضح لنا من خلال بيانات الجدول التالي:

**الجدول (4 – 6): تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي**

| السنة | رأس المال السوقي ( مليون ريال سعودي) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 274.527 | – |
| 2002 | 280.730,1 | 2.26+ |
| 2003 | 589.930,6 | 110.14+ |
| 2004 | 1.148.642,6 | 94.71+ |
| 2005 | 2.423.146,83 | 110.96+ |
| 2006 | 1.225.858 | 49.41– |
| 2007 | 1.946.347 | 58.77+ |
| 2008 | 924.528 | 52.50– |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

ملاحظة تطور رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة تجعلنا نستنتج أن هناك زيادة في رأس المال السوقي، حيث قدرت هذه الزيادة ب 2.26% سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، ليرتفع بعد ذلك معدل نمو رأس المال السوقي إلى 110.14% سنة 2003 مقارنة بسنة 2002، وتستمر هذه الزيادة حتى سنة 2005 أين سجلنا أعلى نسبة نمو في رأس المال السوقي قدرت ب 110.96%. هذا يدل على قدرة سوق رأس المال السعودي على تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمار و زيادة الإصدارات الجديدة. كما أن تطور معدل رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق رأس المال السعودي، واتجاه هذا التطور الذي يعتبر اتجاه ايجابي باستثناء الانخفاض المسجل خلال سنة 2006 ، حيث قدرت نسبة الانخفاض ب 49.41%، وسنة 2008 حيث كان الانخفاض يقدر ب52.50%. واعتقد أن تراجع معدل نمو رأس المال السوقي يعود إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

على العموم يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي قادر على التطور وبشكل سريع في المستقبل، كما أن له القدرة على جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار، وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

## المطلب الثالث: سوق الكويت للأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة، ومؤشر السيولة، ورأسمال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2001-2008.

### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

لدراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية قمنا بتتبع تطور هذا المؤشر خلال فترة الدراسة، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

**الجدول (4 - 7): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية**

| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 88 | - |
| 2002 | 95 | 7.95+ |
| 2003 | 108 | 13.68+ |
| 2004 | 125 | 15.74+ |
| 2005 | 156 | 24.8+ |
| 2006 | 180 | 15.38+ |
| 2007 | 196 | 8.89+ |
| 2008 | 204 | 4.08+ |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

عرف سوق الكويت للأوراق المالية تطور ايجابي مستمر في عدد الشركات المسجلة في البورصة طيلة فترة الدراسة، حيث ارتفع عدد الشركات المسجلة من 88 شركة سنة 2001 إلى 204 شركة سنة

2008، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى، كما أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى توسيع قاعدة الاستثمار، وبالتالي زيادة كفاءة السوق.

هذا وان كان عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية يعد منخفضا مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، إلا أنه و عند المقارنة مع أسواق رأس المال محل الدراسة، سنجد أن الكويت تحتل المرتبة الثالثة بعد مصر و الأردن ، تليها بعد ذلك السعودية ، الدار البيضاء وأخيرا الجزائر( وهذا ما سيتضح عند إكمال الدراسة على باقي الأسواق).

## 2- سيولة السوق

لقد عرف سوق الكويت تقلبات في مستويات السيولة خلال فترة الدراسة وهو الأمر الذي يوضحه الجدول الموالي:

**الجدول (4 – 8): تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية**

| السنة | قيمة التداول ( مليون دينار) | معدل دوران السهم(%) | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 3.584,63 | 45.83 | _ |
| 2002 | 6.680,91 | 67.72 | 86.38+ |
| 2003 | 16.253,0 | 91.94 | 143.28+ |
| 2004 | 15.275,80 | 70.42 | 6.01- |
| 2005 | 13.549,53 | 75.27 | 11.30- |
| 2006 | 17.284 | 56.4 | 27.56+ |
| 2007 | 36.999 | 100.00 | 114.07+ |
| 2008 | 35.747 | 184.5 | 3.38- |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ أن معدل دوران السهم في سوق الكويت للأوراق المالية قد ارتفع من 45.8% سنة 2001 إل
67.72% سنة2002 حتى بلغ 91.94% سنة 2003 .كما أنه سجل انخفاضين سنتي 2004 و 006
ليبلغ أعلى قيمة له سنة 2008 حيث قدر ب 184.5%، وهو ما يعني ارتفاع متوسط تداول السهم مر
100 مرة في السنة سنة 2007 إلى 184.5 مرة في السنة ،سنة 2008.

انطلاقا من ذلك يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يتمتع بالسيولة، واعتقد أنه يحتل المرتب
الثانية بعد سوق الأسهم السعودي. هذا يعني أن هناك إمكانية لشراء و بيع الأوراق المالية بسهولة و
سرعة في هذا السوق، وكلما زادت سيولة السوق كلما دل ذلك على كفاءته.

و بالنسبة لمعدل نمو قيمة التداول، نلاحظ أن هناك ارتفاع في قيمة التداول في سنتي 2002 و2003،
حيث بلغت نسبة الارتفاع 143.28% سنة 2003 مقارنة بسنة 2002، لتنخفض بعد ذلك خلال سنتي
2004 و 2005 وتعاود الارتفاع سنة 2006 و 2007 بمعدل 27.56% و 114.07% على التوالي،
لتنخفض مرة أخرى سنة 2008 . مع ذلك نلاحظ أنه في كل مرة تكون نسبة الانخفاض أقل من نسبة
الارتفاع المسجل، وعليه يمكن القول أن سوق الكويت نشيط، لكن ليس بشكل مستمر، كما انه يعرف في
مراحل معينة نموا، كما أن نسبة النمو تفوق نسبة التراجع.

## 3- رأس المال السوقي

سنستعرض من خلال الجدول رقم (4 – 9) التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في
سوق الكويت للأوراق المالية ، والتي تظهر كما يلي:

**الجدول (4 – 9): تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية**

| السنة | رأس المال السوقي ( مليون دينار) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 8.193,14 | – |
| 2002 | 10.522,65 | 28.43+ |
| 2003 | 17.531,00 | 66.60+ |
| 2004 | 21.684,18 | 23.69+ |
| 2005 | 36.176,63 | 66.83+ |
| 2006 | 30.630,00 | 15.33– |
| 2007 | 36.981,00 | 20.73+ |
| 2008 | 19.377,00 | 47.60– |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يتضح من خلال بيانات هذا الجدول أن رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية عرف ارتفاع متتالي من سنة 2001 حتى سنة2005، حيث ارتفع سنة 2002 بنسبة 28.43%مقارنة بسنة 2001، وارتفع سنة 2003 بنسبة 66.60% مقارنة بسنة 2002، واستمر في الارتفاع حتى سنة 2005، حيث سجل معدل نمو قدره 66.83%، لينخفض في السنة الموالية بنسبة 15.33%، ويعاود الارتفاع سنة 2007، لينخفض مرة أخرى سنة2008 بنسبة 47.60%، وهو الحال بالنسبة لمعظم أسواق رأس المال محل الدراسة التي عرفت انخفاضا في رأس المال السوقي في سنة 2008، والسبب راجع لانخفاض سعر السهم في هذه الفترة.

عموما يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يعرف نموا ايجابيا في رأس المال السوقي، وهو الأمر الذي يعكس قدرة السوق على جذب المدخرات، وزيادة الاستثمارات و زيادة الإصدارات الجديدة بالإضافة إلى تنويع المخاطر. زيادة على ذلك فان الارتفاع المسجل عموما من سنة لأخرى في معدل

نمو رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق الكويت للأوراق المالية، والاتجاه الإيجابي لهذا التطور، وهو يعتبر مؤشر ايجابي على كفاءة السوق.

## المطلب الرابع: بورصة مصر

سنحاول قياس كفاءة بورصة مصر من خلال دراسة مؤشرات السوق ومدى تطورها خلال الفترة 2001-2008، ونقصد بذلك مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

عرفت بورصة مصر تغيرات واضحة فيما يتعلق بعدد الشركات المسجلة، وهو ما يتضح جيدا من خلال الجدول الموالي :

**الجدول (4 - 10): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر**

| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 1110 | - |
| 2002 | 1150 | 3.60+ |
| 2003 | 967 | 15.91- |
| 2004 | 792 | 18.10- |
| 2005 | 744 | 6.06- |
| 2006 | 603 | 18.95- |
| 2007 | 435 | 27.86- |
| 2008 | 373 | 14.25- |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

من خلال تحليل بيانات هذا الجدول يمكننا القول أنه باستثناء الارتفاع الوحيد المسجل سنة 2002 بالنسبة لعدد الشركات المدرجة و المقدر ب 3.60%، فقد سجلنا انخفاض متتالي خلال بقية السنوات حتى سنة 2008.

حيث ارتفع عدد الشركات المسجلة في بورصة مصر من 1110 شركة سنة 2001 إلى 1150 سنة 2002 ما عدا هذا الارتفاع عرفت البورصة انخفاضا في عدد شركاتها طيلة الفترة 2003 إلى2008 حيث انخفض عدد الشركات المسجلة من 1150 شركة سنة 2002 إلى 373 شركة سنة 2008.

وان كان هذا يعني اتجاه بورصة مصر نحو الانكماش ، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على حجم الاستثمار كما أنه يقلل من اتساع السوق ، إلا أنه يعني كذلك خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

## 2- سيولة السوق

سنخصص هذا العنصر لدراسة تطور مؤشر السيولة في بورصة مصر من خلال معطيات الجدول الموالي:

**الجدول (4 – 11): تطور مؤشر السيولة في بورصة مصر**

| السنة | قيمة التداول ( مليون جنيه) | معدل دوران السهم (%) | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 24.650,88 | 22.12 | - |
| 2002 | 29.887,15 | 25.03 | 21,24 + |
| 2003 | 26.366,52 | 15.62 | 11,78 - |
| 2004 | 42.334,10 | 17.95 | 60,56 + |
| 2005 | 199.353,7 | 50.6 | 370,91+ |
| 2006 | 280.788 | 52.6 | 40,85+ |
| 2007 | 363.355 | 47.3 | 29,41+ |
| 2008 | 476.653 | 100.6 | 31,18+ |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

إن معدل دوران السهم يقيس متوسط تداول السهم في السنة، حيث ارتفع متوسط تداول السهم من 22.12 مرة في السنة عام 2001 إلى 25.03 مرة في السنة عام 2002، لينخفض بعد ذلك معدل دوران السهم إلى 15.62% سنة 2003، ويعاود الارتفاع خلال الثلاث سنوات موالية حتى بلغ 52.6% سنة 2006، لينخفض بعد ذلك و يعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008 حيث سجل أعلى قيمة له 100.6%.

هذا وان كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تبقى أقل من تلك المسجلة في بورصة عمان، وسوق الأسهم السعودي، حيث يعتبر سوق الأسهم السعودي أكثر سيولة من بورصة عمان، وهذه الأخيرة أكثر سيولة من بورصة مصر. وإذا ما رجعنا إلى معدل نمو قيمة التداول، فقد سجلنا ارتفاع في قيمة التداول سنة 2002 بمعدل 21,24% مقارنة بسنة 2001، لتنخفض في السنة الموالية ب 11,78%، وتعاود الارتفاع خلال السنوات الموالية، و كانت أعلى نسبة نمو قد سجلت سنة2005، حيث قدر معدل نمو قيمة التداول ب 370,91% وهي نسبة مرتفعة تدل على نشاط السوق و نموه خلال هذه الفترة .

### 3- رأس المال السوقي

لدراسة تطور رأس المال السوقي في بورصة مصر، قمنا بتتبع هذا المؤشر طيلة سنوات الدراسة وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

**الجدول (4 – 12): تطور رأس المال السوقي في بورصة مصر**

| السنة | رأس المال السوقي ( مليون جنيه) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 111.333,2 | – |
| 2002 | 122.014,0 | 9.59+ |
| 2003 | 171.922,00 | 40.90+ |
| 2004 | 233.887,00 | 36.04+ |
| 2005 | 456.278,00 | 95.08+ |
| 2006 | 533.986,00 | 17.03+ |
| 2007 | 768.276,00 | 43.88+ |
| 2008 | 473.738,00 | 38.34– |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يتضح من خلال هذا الجدول أن بورصة مصر تعرف نموا ايجابيا و متتاليا، وبمعدلات مرتفعة من سنة لأخرى في قيمة رأس المال السوقي. حيث نسجل ارتفاع رأس المال السوقي بنسبة 9.59% سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، ليرتفع معدل نمو رأس المال السوقي إلى 40.90% سنة 2003.

ولقد سجل معدل نمو رأس المال السوقي أعلى نسبة له سنة 2005، حيث كانت زيادة رأس المال السوقي في سنة 2005 تفوق تلك المسجلة سنة 2004 ب 95.08%.

الانخفاض الوحيد المسجل كان سنة 2008 حيث انخفض رأس المال السوقي سنة 2008 ب 38.34% مقارنة بسنة 2007، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في بورصة مصر في هذه الفترة. مع ذلك فان تحليلنا لتطور رأس المال السوقي في بورصة مصر يجعلنا نستنتج أن هذه البورصة تتطور بسرعة و الدليل على ذلك هو الارتفاع الإيجابي و المستمر في معدل نمو رأس المال السوقي طيلة فترة الدراسة، وعليه فباستثناء الانخفاض المسجل سنة 2008 والذي طال أغلب الأسواق

محل الدراسة ، يمكن القول أن بورصة مصر تعرف اتجاها نحو التطور و بشكل سريع، الأمر الذي يساهم في تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمارات و توجيهها إلى لمجالات الأكثر ربحية، وبالتالي اتساع السوق وعمقه و زيادة كفاءته.

## المطلب الخامس: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

سنتعرض في هذا العنصر بالدراسة والتحليل لعدد من مؤشرات السوق، لتتبع تطورها في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال الفترة 2001-2008.

### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

اتضح أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء قد تطور خلال فترة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

**الجدول (4- 13): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء**

| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 55 | - |
| 2002 | 55 | 0 |
| 2003 | 52 | 5.45- |
| 2004 | 53 | 1.92+ |
| 2005 | 54 | 1.89+ |
| 2006 | 63 | 16.67+ |
| 2007 | 73 | 15.87+ |
| 2008 | 77 | 5.48+ |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بقي ثابتا سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، حيث كان عدد الشركات في هذه الفترة 55 شركة، لتنخفض سنة 2003 إلى 52

شركة بنسبة انخفاض تقدر ب 5.45%، لتعاود الارتفاع سنة 2004 إلى 53 شركة و تستمر في الارتفاع حتى نهاية فترة الدراسة لتصل إلى 77 شركة سنة 2008. وعليه فباستثناء الانخفاض المسجل سنة 2003 ، عرفت البورصة نمو في عدد الشركات ، وهو الأمر الذي يدل على وجود اتجاه نحو اتساع السوق نتيجة زيادة عدد الشركات ،كما يساهم كذلك في زيادة قاعدة الاستثمار بالشكل الذي يؤدي إلى التوجه نحو تحقيق الكفاءة.

غير أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تأتي في المرتبة الرابعة بالنسبة لعدد الشركات المدرجة بعد بورصة مصر، بورصة عمان و سوق الأسهم السعودي.

## 2- سيولة السوق

يمكننا تلخيص التطورات التي عرفتها بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فيما يتعلق بسيولة السوق في الجدول التالي:

**الجدول (4 -14): تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء**

| السنة | قيمة التداول ( مليون درهم) | معدل دوران السهم(%) | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 9.653,88 | 8.87 | - |
| 2002 | 14.976,5 | 16.83 | 55.13+ |
| 2003 | 22.644,51 | 18.72 | 51.20+ |
| 2004 | 32.340,85 | 14.92 | 42.82+ |
| 2005 | 46.241,58 | 25.38 | 42.98+ |
| 2006 | 78.914,7 | 18.9 | 70.66+ |
| 2007 | 174.841,7 | 29.8 | 121.56+ |
| 2008 | 108.299,6 | 20.4 | 38.06- |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يسجل معدل دوران السهم في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ارتفاع من 8.87%سنة 2001 إلى 18.72% سنة 2003، لينخفض إلى 14.92% سنة 2004، ويسجل أعلى نسبة له سنة 2007، حيث بلغ معدل دوران السهم 29.8%. بمعنى ارتفاع متوسط تداول السهم من 18 مرة في السنة، سنة 2006 إلى 29 مرة في السنة عام 2007، لينخفض مرة أخرى سنة 2008

هذا وان كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع و الانخفاض من فترة لأخرى، فان ذلك من شأنه أن يقلل من سيولة السوق و بالتالي يقلل من كفاءته. كما أن معدل دوران السهم في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء يعد منخفضا إذا ما قورن مع معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية وبورصة عمان، و بورصة مصر.

و إذا ما رجعنا إلى معدل نمو قيمة التداول فيمكن القول أن قيمة التداول في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تعرف نموا ايجابيا متتاليا من 2001 حتى 2007، لتنخفض سنة 2008 بنسبة 38.06% مقارنة بسنة 2007، وهذا يعني أن البورصة تتميز بسرعة التطور، كما يمكن أن تعرف زيادة في سيولتها في المستقبل.

## 3- رأس المال السوقي

قمنا بتتبع تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال فترة الدراسة فكانت النتائج المتحصل عليها كما يلي:

**الجدول (4-15): تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء**

| السنة | رأس المال السوقي (مليون درهم) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 104.676,0 | - |
| 2002 | 87.175,4 | 16.72- |
| 2003 | 115.507,18 | 32.50+ |
| 2004 | 206.517,40 | 78.79+ |
| 2005 | 252.326,32 | 22.18+ |
| 2006 | 417.092 | 65.30+ |
| 2007 | 586.328 | 40.58+ |
| 2008 | 531.750 | 9.31- |

**المصدر :** من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ أن رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء يسجل ارتفاعا متتاليا طيلة فترة الدراسة، باستثناء الانخفاضين المسجلين سنة 2002 و سنة 2008. حيث أنه انطلاقا من سنة 2003 عرفت بورصة القيم المنقولة ارتفاعا متتاليا في رأس المال السوقي، وبمعدلات معتبرة إلى غاية سنة 2008 إذ انخفض رأس المال السوقي شأنه شأن أغلب أسواق رأس المال محل الدراسة. حيث تم تسجيل انخفاض في رأس المال السوقي بنسبة 16.72% سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، كما ارتفع بنسبة 32.50% سنة 2003 مقارنة بسنة 2002، ولقد سجل أعلى نسبة نمو سنة 2004 حيث بلغ معدل نمو رأس المال السوقي 78.79% سنة 2004 مقارنة بسنة 2003.

فارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وكذلك زيادة تعبئة المدخرات و تنويع المخاطر و زيادة الإصدارات الجديدة.

و عليه ومن خلال بيانات هذا الجدول يمكننا القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تعرف تطور ايجابي مستمر في رأس المال السوقي، وما يؤكد ذلك هو معدلات النمو الإيجابية المحققة من سنة لأخرى، وهي كلها عوامل تساهم مستقبلا في التوجه نحو زيادة كفاءة السوق.

## المطلب السادس: بورصة الجزائر

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة مختلف التطورات المسجلة في بورصة الجزائر على مستوى كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

سنستعرض من خلال هذا العنصر تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2003-2008 وذلك لأنه وعلى خلاف باقي أسواق رأس المال محل الدراسة لم يوفر صندوق النقد العربي معلومات عن بورصة الجزائر قبل سنة 2003.

**الجدول (4-16): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر**

| السنة | عدد الشركات | معدل نمو عدد الشركات(%) |
|---|---|---|
| 2003 | 03 | - |
| 2004 | 03 | 0 |
| 2005 | 03 | 0 |
| 2006 | 02 | 33.33- |
| 2007 | 02 | 0 |
| 2008 | 02 | 0 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، نلاحظ وجود ثلاثة شركات فقط- وهو نفس العدد الذي كان قبل 2003 إذا أردنا تنسيق فترة الدراسة مع باقي الأسواق- وهي شركة رياض سطيف

الأوراسي و صيدال، و التي انخفضت فيما بعد إلى شركتين فقط ابتداء من سنة 2006 وذلك بخروج الرياض سطيف من البورصة.

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

انطلاقا من ذلك وإذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق ، بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق رأس المال العربية، فأين نحن من كفاءة سوق رأس المال.

## 2- سيولة السوق

سنحاول دراسة سيولة بورصة الجزائر، وذلك بتتبع قيمة التداول، ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة، وهو ما يتضح لنا من خلال الجدول الموالي:

**الجدول (4-17): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر**

| السنة | قيمة التداول (مليون دينار) | معدل دوران السهم(%) | معدل نمو قيمة التداول (%) |
|---|---|---|---|
| 2003 | 17,26 | 0.16 | - |
| 2004 | 8,43 | 0.09 | 51.16- |
| 2005 | 2,51 | 0.04 | 70.23- |
| 2006 | 23,76 | 0.35 | 846.61+ |
| 2007 | 14,22 | 0.22 | 40.15- |
| 2008 | 20,39 | 0.31 | 43.39+ |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، نلاحظ أنه انخفض سنة 2004 إلى 0.09% مقارنة بسنة 2003 أين كان يقدر ب 0.16%، كما انخفض سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 حيث بلغ 0.04%.

غير أنه سجل أعلى قيمة له سنة 2006 حيث بلغ 0.35%، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ليستمر الانخفاض سنة 2007 حتى وصل إلى 0.22% ن في حين سجل ارتفاع طفيف سنة 2008 حيث بلغ 0.31%. مع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف جدا، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة ، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وهي تعد أقل نسبة مقارنة مع أسواق رأس المال العربية، فما بالك بالأسواق العالمية، وهو ألمر الذي يجعلنا بعيدين جدا عن كفاءة سوق رأس المال.

و إذا ما رجعنا إلى قيمة التداول فهي تعد منخفضة كذلك، كما أن معدل نمو قيمة التداول عرف انخفاضين متتاليين سنتي 2004-2005 بمعدل 51.16%و 70.23% على التوالي، لتسجل ارتفاع كبير في قيمة التداول سنة 2006 قدر ب 846.61% مقارنة بسنة 2005. غير أن معدل نمو قيمة التداول انخفض في السنة الموالية ليعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008 بمعدل 43.39%.

كل ذلك يجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر تعرف ركودا في نشاطها كما أنها تنمو بمعدل بطئ جدا، وكذلك تمتاز بالتذبذب.

### 3- رأس المال السوقي

يمكننا أن نوضح التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة في الجدول الموالي:

**الجدول (4-18): تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر**

| السنة | رأس المال السوقي ( مليون دينار) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---|---|---|
| 2003 | 10.360,00 | - |
| 2004 | 10.100,00 | 2.51- |
| 2005 | 6.400,00 | 36.63- |
| 2006 | 6.710,00 | 4.84+ |
| 2007 | 6.500,00 | 3.13- |
| 2008 | 6.500,00 | 0 |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

عند تتبعنا للبيانات التي يوفرها الجدول حول تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر، نلاحظ أن رأس المال السوقي عرف انخفاضات في أغلب سنوات الدراسة، ما عدا الزيادة الوحيدة المسجلة سنة 2006، حيث قدر الارتفاع في سنة 2006 ب4.84% مقارنة بسنة 2005.

هذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر ، كما يعكس عجز بورصة الجزائر على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، وعجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة، كم أنها لاتساهم في تنويع المخاطر. هذا من جهة.

و من جهة أخرى فان تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه تطور البورصة سلبي في أغلب السنوات.

إن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها، وإذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات، إذ سجلنا ثلاثة شركات و هي شركة الأوراسي، صيدال، رياض سطيف.

و في سنة 2006 و مع خروج رياض سطيف من البورصة انخفض عدد الشركات إلى شركتين.

كما تعتبر بورصة الجزائر بورصة سندات أو سوق سندات أكثر منها بورصة أسهم – إن صح التعبير – حيث و بالرجوع إلى مجموع الشركات المدرجة في البورصة نسجل الشركات التالية: الخطوط الجوية الجزائرية (AIR ALGERIE)، سونلغاز(SONELGAZ/14)، اتصالات الجزائر ( ALGERIE TELECOM)، الأوراسي (EL AURASSI)، صيدال (SAIDAL)، مؤسسة دحلي (SPA DAHLI). و تعد الأوراسي و صيدال ، ورياض سابقا هي الشركات الوحيدة التي طرحت أسهما ، بينما قامت باقي الشركات بطرح قروض سندية.

بالإضافة إلى ذلك نسجل انخفاض في سيولة السوق ، يعكسه انخفاض معدل دوران السهم، كما أن أيام التداول في البورصة محصورة في يومين فقط في الأسبوع ، يومي الاثنين و الأربعاء، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوما، وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار و الادخار في الجزائر. حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا و أقل مخاطرة، كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير...الخ.

كما تعتبر البورصة مفهوم دخيل على المجتمع الجزائري، وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة للغالبية العظمى من الجزائريين، إذ لا يدركون كيف يتم التعامل فيها، وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها، وما هي خصائص و مزايا كل أداة، هذا بالنسبة للأفراد. و إذا ما رجعنا إلى المؤسسات الجزائرية فنجدها غائبة تماما عن البورصة، فنجد معظم هذه المؤسسات لا تمتلك من الخصائص و الميزات التي تؤهلها للدخول إلى البورصة، و حتى تلك التي تمتلك بعض الخصائص التي تساعدها على الدخول إلى البورصة تكون ملك لعائلة ، فتجدهم يمتنعون عن فتح رأسمالها لمساهمين من خارج العائلة.هذا من جهة. و من جهة ثانية لايمكننا إنشاء بورصة تحركها المؤسسات العمومية فقط، وإلا فما الهدف من إنشائها ، كما أن البورصة لا يمكن أن تنمو و تتطور دون مؤسسات خاصة. إذ تعتبر

البورصة وسيلة لتحقيق الخوصصة، هذه الأخيرة التي تلعب دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما أن البورصة تعد وسيلة أساسية لتمويل الجهاز الإنتاجي.

بينما أكد المدير العام لبورصة الجزائر بأن 85% من الشركات الخاصة في الجزائر لا يسمح لها إطارها القانوني و نمط تسييرها بإدراجها في البورصة، مضيفا بأن قوة البورصة من قوة الشركات، وبأن هناك وعيا بأهمية سوق البورصة لتفعيل الاقتصاد الوطني و كشف من جانب آخر عن وجود برنامج هام يخص تحديث البورصة من خلال تحسين شروط التداول و الرفع من سيولة القيم بالإضافة إلى وضع صندوق لضمان الاستثمار وآخر لضمان استقرار السوق.

و استعرض المدير العام مسيرة بورصة الجزائر و أهداف إنشائها و كيف تحولت هذه الأهداف من أهداف ملموسة إلى هزات عرفتها هذه السوق استدعت حاليا وضع برنامج يخص تحديث هذه الآلية المدعمة للاقتصاد الوطني.

كما أن الهدف من إنشاء البورصة عام1997 كان لمواكبة عملية الخوصصة و تعد شركة "الرياض سطيف" أول شركة وطنية أدرجت 20% من رأسمالها في البورصة ، تلتها عمليات ناجحة بين 1999 و 2000 منها إدراج أسهم كل من صيدال و الأوراسي، ثم سند مؤسسة سونطراك بنسبة فائدة تتعدى 13%، و كان من المفروض إدراج شركات أخرى ضمن الخوصصة لكن لوحظ بأنها غير فعالة من حيث زمن تنظيمها لاعتبارات تخص الوضعية المالية لهذه المؤسسات، وتنظيم عملية فتح رأس المال وإدراج السهم في البورصة. فلم تكن الشركات المقترحة للخوصصة تلبي شروط الإدراج في البورصة و لم تستطع السلطات آنذاك إدراج المؤسسات العمومية في البورصة و بالتالي فلم تشهد هذه الأخيرة عمليات إدراج أسهم أو سندات. كما طرحت في ذلك الوقت مسألة عدم أهلية المؤسسات العمومية لدخول السوق الرسمي وكان عامل الزمن و كيفية الخوصصة تستند إلى تقييم موضوعي للوضعية المالية التي

تحتاجها الخوصصة، وتم على أساس ذلك انتهاج طرق أخرى لخوصصة المؤسسات، منها طريقة التراضي و المناقصة و بيع المؤسسة للعمال ، وبقيت البورصة بعيدة عن هذه العمليات.

جانب آخر ساعد على ركود البورصة و المتمثل في انقطاع تمويل البورصة من ماي 2000 الى غاية 2006 حيث عرفت هذه الفترة إدراج سند سونلغاز في نوفمبر 2006، ثم سند الشركة الجزائرية للاتصالات، ثم سند الخطوط الجوية الجزائرية في فيفري 2006.و لقد أدت هذه العمليات الثلاث إلى رفع القيم المدرجة في البورصة بالنسبة للسندات إلى 51 مليار دينار بعد التدهور الذي عرفه نشاط البورصة بين 2004 و 2005 التي سجل خلالها حجم التداول أدنى مستوياته ، حيث بلغ في 2005 حوالي 4 ملايين دينار فقط. و بحلول 2006 تم تسجيل ارتفاع محسوس بلغ 150 مليون دينار بفضل إدراج السندات و ارتفع هذا الحجم خلال 2007 إلى حد قياسي لم تشهده بورصة الجزائر منذ انطلاقها بلغ 960 مليون دينار.

و يرجع انسحاب شركة رياض سطيف من البورصة لأسباب مرتبطة بصحتها المالية ، منها سيولة السهم و عدم توزيع الأرباح على المستثمرين منذ 2004، بالإضافة إلى عدم نجاعة الحالة المالية للفروع فكان لزاما عليها التخلص من عبئها، وفضلت رياض سطيف الانسحاب من أجل المحافظة على مصالح المستثمر و إعادة هيكلة نفسها و أن الشركة حققت حاليا أرباح معتبرة خلال 2007، وربما تعود إلى البورصة إما عن طريق إصدار سندات أو أسهم .

من جانب آخر أكد مدير البورصة بأن المؤسسات الاقتصادية الخاصة هي معنية باللجوء إلى البورصة لكن 85% من نسيجها ونمط تسييرها و الإطار القانوني المسير لها لا يسمح لها بدخول البورصة، و15% المتبقية هي شركات عائلية ترفض إقحام كل مستثمر أجنبي عنها فهي ترفض كشف حالتها المالية ، لأن دخول البورصة يعني إصدار الكشوف المالية و التعاملات الاقتصادية، وتلك الخاصة برأس المال ، وبات من الأهمية بما كان إقحام البورصة في عمليات الخوصصة و أن المصلحة

تقتضي لجوء الشركات الخاصة المؤهلة إلى القروض السندية ، وفتح رأسمالها للانتفاع من معارف و تقنيات المتعامل الأجنبي.

و رفعت مؤخرا بورصة الجزائر رأسمالها من 79.2 إلى 475.2 مليون دينار، وهي بصدد تطبيق برنامج تحديثي قامت بانتدابه السلطات المالية و المساهمون في رأس مال البورصة، وهي البنوك العمومية الستة وأن هيئة مراقبة و تنظيم عملية البورصة يخص اعتماد برنامج عصرنة الإمكانيات المادية للبورصة لتحديث نظام تسعيرتها المادية و نظام التداول و أجهزة الإعلام الآلي من جهة وتدعيم الإمكانيات البشرية و الفنية من جهة أخرى. من خلال توظيف إطارات شابة مهيأة تقنيا للعمل في إطار الارتقاء بالبورصة.

## المبحث الثاني : اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST

سنستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار أسهم أسواق رأس المال محل الدراسة عشوائية أم لا. حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر و صفر 0 عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R عدد التتابعات (séquences) في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط و التباين هو: $E(R) = ( 2 n-1)/3$ (1 – 4)

$VAR ( R) = ( 16 n -29)/90$ (2 – 4 )

و بالنسبة لعدد مرتفع n ( عينة كبيرة)، توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي.

فليكن :

$$Z=R-E(R)/\sqrt{var(R)} \qquad (3-4)$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5%

$|Z| > 1.96$ تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية. [http:// www.apprendre – en – ligne.net]

## المطلب الأول: بورصة عمان

سنقوم باختبار كفاءة بورصة عمان في صيغتها الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة على مؤشر البورصة خلال الفترة 2001– 2008 .

**الجدول (4–19): تطور مؤشر بورصة عمان**

| السنة | مؤشر البورصة (نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 1727,2 | – | – |
| 2002 | 1700,2 | (–) | 1.56– |
| 2003 | 2614,5 | (+) | 53.78+ |
| 2004 | 4245,6 | (+) | 62.39+ |
| 2005 | 8191,5 | (+) | 92.94+ |
| 2006 | 5518,1 | (–) | 32.64– |
| 2007 | 7519,3 | (+) | 36.27+ |
| 2008 | 6243,1 | (–) | 16.97– |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

حسب معطيات الجدول لدينا :

$R=5$ ، 2 تغيرات بالارتفاع و 3 تغيرات بالانخفاض

و لدينا المتوسط : $E(R) = (2n-1)/3$

$E(R) = (2\times8-1)/3 = 5$

و لدينا التباين : $VAR(R) = (16n-29)/90$

$$VAR(R) = (16\times 8-29)/90$$

$$VAR(R) = 1.1$$

و لدينا :

$$Z=R-E(R)/\sqrt{var(R)}$$

$$Z=5-5/\sqrt{1.1}$$

$$Z=0$$

بما أن Z= فهي مستقلة عن أقل من 1.96 فهذا يعني أن التغيرات السعرية المتتالية عشوائية بعضها البعض ، وهو ما يعد تأكيد لفرض كفاءة بورصة عمان في صيغتها الضعيفة وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

## المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

سنحاول معرفة ما إذا كان سوق الأسهم السعودي كفء في صيغته الضعيفة و ذلك من خلال تتبع التغيرات التي عرفها مؤشر السوق خلال فترة الدراسة.

**الجدول (4 – 20): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي**

| السنة | مؤشر السوق ( نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 2.430,11 | – | – |
| 2002 | 2.518,08 | (+) | 3.62+ |
| 2003 | 4.437,58 | (+) | 76.23+ |
| 2004 | 8.206,23 | (+) | 84.93+ |
| 2005 | 16.712,64 | (+) | 103.66+ |
| 2006 | 7.933,3 | (–) | 52.53– |
| 2007 | 11.176,0 | (+) | 40.87+ |
| 2008 | 4.803,0 | (–) | 57.02– |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

من معطيات الجدول يتضح أن : R= 4 ، تغيرين (2) بالارتفاع ، وتغيرين(2) بالانخفاض

و لدينا المتوسط :

$$E(R) = ( 2 n-1)/3$$
$$E(R) = (2\times8-1)/3 = 5$$

و لدينا التباين :

$$VAR ( R) = ( 16 n -29)/90$$
$$VAR ( R) = ( 16\times 8-29)/90$$
$$VAR ( R) = 1.1$$

و لدينا :

$$Z=R-E( R )/ \sqrt{var( R )}$$
$$Z=4 -5/ \sqrt{1.1}$$
$$Z= 0.95 -$$

وعليه | Z | تساوي 0.95 وهي أقل من 1.96 ، وهو ما يعني أن التغيرات المتتابعة مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات عشوائية .

و عليه لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل. هذا يجعلنا نستنتج أن سوق الأسهم السعودي كفء في صيغته الضعيفة.

## المطلب الثالث: سوق الكويت للأوراق المالية

سنخصص هذا العنصر لتتبع سلوك مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة من أجل الحكم على كفاءته.

**الجدول (4 – 21): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية**

| السنة | مؤشر السوق ( نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 1.709,40 | - | - |
| 2002 | 2.375,30 | (+) | 38.96+ |
| 2003 | 4.819,00 | (+) | 102.88+ |
| 2004 | 6.409,50 | (+) | 33.00+ |
| 2005 | 11.445,10 | (+) | 78.56+ |
| 2006 | 10.067,0 | (−) | 12.04− |
| 2007 | 12.588,0 | (+) | 25.04+ |
| 2008 | 7.782,0 | (−) | 38.18− |

**المصدر :** من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

حسب نتائج الجدول لدينا عدد التغيرات التي طرأت على المؤشر R= 4 ، تغيرين (2) بالارتفاع ، وتغيرين(2) بالانخفاض.

و لدينا المتوسط : $E(R) = ( 2 n-1)/3$

$E(R) = (2\times8-1)/3 = 5$

و لدينا التباين :

$VAR ( R) = ( 16 n -29)/90$

$VAR ( R) = ( 16\times 8-29)/90$

$VAR ( R) =1.1$

و لدينا :

$Z=R-E( R )/ \sqrt{var( R )}$

$Z=4 - 5/ \sqrt{1.1}$

$Z= 0.95 -$

وعليه | Z | تساوي 0.95 وهي أقل من 1.96 ، هذا يعني أن العينة عشوائية وأن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات أو الأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل ، بمعنى أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار. انطلاقا من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية كفء في صيغته الضعيفة.

## المطلب الرابع: بورصة مصر

من خلال تتبعنا للتغيرات التي عرفها مؤشر بورصة مصر خلال فترة الدراسة تحصلنا على النتائج التالية:

**الجدول (4 – 22 ): تطور مؤشر بورصة مصر**

| السنة | مؤشر السوق (نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 613,00 | - | – |
| 2002 | 635,39 | (+) | 3.65+ |
| 2003 | 803,18 | (+) | 26.41+ |
| 2004 | 1.221,17 | (+) | 52.04+ |
| 2005 | 2.238,93 | (+) | 83.34+ |
| 2006 | 2.380,8 | (+) | 6.34+ |
| 2007 | 3.412,3 | (+) | 43.33+ |
| 2008 | 1.573,0 | (−) | 53.90− |

**المصدر :** من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

من خلال الجدول يتضح أن عدد التغيرات التي طرأت على مؤشر بورصة مصر هي $R= 2$ . تغير واحد بالارتفاع ، وتغير واحد بالانخفاض.

و لدينا المتوسط : $E(R) = ( 2 n-1)/3$

$E(R) = (2 \times 8-1)/3 = 5$

و لدينا التباين : $VAR(R) = (16n - 29)/90$

$$VAR(R) = (16 \times 8 - 29)/90$$

$$VAR(R) = 1.1$$

و لدينا :

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)}$$

$$Z = 2 - 5 / \sqrt{1.1}$$

$$Z = -2.86$$

وعليه $|Z|$ تساوي 2.86 و هي أكبر من 1.96، وعليه يمكن القول أن التغيرات المتتالية غير مستقلة عن بعضها البعض، أي أن بورصة مصر لا تعرف حركة عشوائية للأسعار. و عليه ووفقا لأسلوب الأنماط الطارئة نستنتج أن بورصة مصر ليست 'كفئة في صيغتها الضعيفة.

## المطلب الخامس: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

سنقوم بدراسة سلوك مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة من أجل الحكم على كفاءة السوق في صيغته الضعيفة انطلاقا من معطيات الجدول الموالي:

**الجدول (4 – 23): تطور مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء**

| السنة | مؤشر السوق (نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 609,74 | - | - |
| 2002 | 3.179,81 | (+) | 421.50+ |
| 2003 | 3.943,51 | (+) | 24.02+ |
| 2004 | 4.521,98 | (+) | 14.67+ |
| 2005 | 5.539,13 | (+) | 22.49+ |
| 2006 | 9.479,5 | (+) | 71.14+ |
| 2007 | 12.695,0 | (+) | 33.92+ |
| 2008 | 10.984,3 | (−) | 13.47− |

**المصدر :** من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يتضح من معطيات الجدول أن عدد التغيرات التي طرأت على هذا المؤشر هي R= 2 .

تغير واحد بالارتفاع ، وتغير واحد بالانخفاض.

و لدينا المتوسط : $E(R) = (2n-1)/3$

$E(R) = (2\times 8-1)/3 = 5$

و لدينا التباين : $VAR(R) = (16n-29)/90$

$VAR(R) = (16\times 8-29)/90$

$VAR(R) = 1.1$

و لدينا :

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)}$$

$$Z = 2 - 5 / \sqrt{1.1}$$

$$Z = 2.86-$$

وعليه | Z | تساوي 2.86 و هي أكبر من 1.96، وعليه يمكن القول أن العينة ليست عشوائية، وأن التغيرات المتتالية ليست مستقلة عن بعضها البعض، أي أن السوق لا يعرف حركة عشوائية للأسعار.

انطلاقا من ذلك و حسب طريقة الأنماط الطارئة نستنتج أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفئة في صيغتها الضعيفة.

## المطلب السادس: بورصة الجزائر

بالنسبة لبورصة الجزائر اكتشفنا عدم توفر مؤشر لبورصة الجزائر في قاعدة البيانات التي يوفرها صندوق النقد العربي ، لذلك و من أجل اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة حاولنا تتبع التغير في سعر سهم الأوراسي خلال فترة الدراسة.

**الجدول (4 – 24): تطور سعر سهم الأوراسي**

| السنة | سعر السهم ( د ج) | التغير في السعر | نسبة التغير (%) |
|---|---|---|---|
| 2001 | 270 | - | - |
| 2002 | 240 | (-) | 11.11- |
| 2003 | 260 | (+) | 8.33+ |
| 2004 | 275 | (+) | 5.77+ |
| 2005 | 300 | (+) | 9.09+ |
| 2006 | 385 | (+) | 28.33+ |
| 2007 | 410 | (+) | 6.49+ |
| 2008 | 450 | (+) | 9.76+ |

**المصدر** : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع WWW.SGBV.DZ 22/04/2009 .17 :42

لدينا عدد التغيرات التي طرأت على سعر سهم الأوراسي هي : R= 2 .

ر واحد بالارتفاع ، وتغير واحد بالانخفاض.

و لدينا المتوسط : $E(R) = ( 2 n-1)/3$

$E(R) = (2 \times 8-1)/3 = 5$

دينا التباين : $VAR ( R) = ( 16 n -29)/90$

$$VAR(R) = (16 \times 8 - 29)/90$$

$$VAR(R) = 1.1$$

و لدينا :

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)}$$

$$Z = 2 - 5 / \sqrt{1.1}$$

$$Z = 2.86^-$$

وعليه $|Z|$ تساوي 2.86 و هي أكبر من 1.96، وعليه يمكن القول أن العينة ليست عشوائية، وأن التغيرات المتتالية في سعر سهم الأوراسي ليست مستقلة عن بعضها البعض، أي أن السوق لا يعرف حركة عشوائية للأسعار.أي انه لايمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل . انطلاقا من كل ذلك نستنتج أن بورصة الجزائر ليست 'كفئة في صيغتها الضعيفة.

## المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغتها المتوسطة

من أجل قياس كفاءة أسواق رأس المال العربية في صيغتها المتوسطة، سنحاول دراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأسهم، أو مؤشر السوق لكل سوق على حدا خلال فترة الدراسة 2001-2008. و من بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها، معدل التضخم، معدل البطالة، و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. حيث سنحاول دراسة استجابة الأسعار للتغير في أحد المتغيرات الاقتصادية، ولدراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنعتمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة التسعير.

حيث سنقوم باستخدام معامل ارتباط "**بيرسون**" من أجل تقدير جودة العلاقة و شدتها، اذ يعتبر معامل ارتباط " **بيرسون**" من أفضل معاملات الارتباط و أكثرها شيوعا و استخداما ، و ذلك لإمكانية

استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ، ومختلفين في وحدات القياس مثلا قياس درجة الارتباط بين الطول (سم) و الوزن (كغ).

و يحسب معامل الارتباط " بيرسون" بالعلاقة التالية:

$$R = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot n \sum y^2 - (\sum y)^2)}} \qquad (4-4)$$

[ شرابي، 2000، ص111]

و تتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (-1.0) و (+1.0) ، حيث تشير القيمة (-1.0) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام ، أما (+1) فترمز إلى وجود علاقة ارتباطيه طردية أو موجبة تامة ، والقيمتان تدلان على أن جميع القيم الممثلة للعلاقة بين المتغيرين تقع على خط مستقيم. وكلما أخذت القيم تنحرف عن الخط المستقيم كلما قلت قيمة معامل الارتباط عن القيمتين السابقتين بحكم ضعف العلاقة بين قيم المتغيرين حتى إذا وصلت إلى درجة الصفر دل ذلك على انعدام العلاقة الإرتباطية.

[ أبو راضي، 1998، ص373].

## المطلب الأول: بورصة الأردن

تتأثر أسعار الأوراق المالية في بورصة الأردن كغيرها من البورصات بمجموعة من العوامل الاقتصادية، من بين هذه العوامل التي سنخصها بالدراسة في هذا المطلب، معدل التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

## 1- معدل التضخم

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم و القيمة السوقية للورقة المالية، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية.

و عليه فان التغير بهذا الشكل في القيمة السوقية للورقة المالية سيعكس كفاءة سوق رأس المال. لذلك و في محاولة منا لدراسة كفاءة أسواق رأس المال محل الدراسة سنحاول دراسة العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم في كل بلد و معدل التضخم، خلال فترة الدراسة.

لأنه في السوق الكفء من المفروض أن تتغير القيمة السوقية للسهم بشكل عكسي مع كل تغير في معدل التضخم.

**الجدول(4 – 25): مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الأردن**

| السنة | مؤشر البورصة(نقطة) | *معدل التضخم(%)* |
|---|---|---|
| 2001 | 1727,2 | *1.80* |
| 2002 | 1700,2 | *1.80* |
| 2003 | 2614,5 | *1.60* |
| 2004 | 4245,6 | *3.40* |
| 2005 | 8191,5 | *3.5* |
| 2006 | 5518,1 | *6.25* |
| 2007 | 7519,3 | *4.7* |
| *2008* | 6243,1 | 14 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.cbj.gov.jo/index 2/04/2009 17.53

بالاعتماد على بيانات الجدول (4 – 25) وباستخدام الحاسب الآلي، تم التوصل إلى أن معامل الارتباط بين مؤشر بورصة الأردن، ومعدل التضخم السائد في الأردن خلال فترة الدراسة هو $R = 0.49$ بينما كان معامل التحديد $R^2 = 0.24$ .

و للتأكد من أن معامل الارتباط بين المتغيرين حقيقي و غير زائف، نقوم باختبار معنوية معامل الارتباط. بمعنى من أجل اختبار ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرين أم لا، نقوم باختبار فرض العدم $R= 0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط، مقابل الفرض البديل الذي يقوم فكرة أن $R\neq 0$ ، و الذي يعني أنه يوجد ارتباط حقيقي بين المتغيرين.

*** اختبار معنوية معامل الارتباط**

بافتراض أن المجتمع له توزيع طبيعي فان معامل ارتباط العينة r يكون له توزيع t بوسط حسابي يساوي R و انحراف معياري $\sqrt{1- r^2/ n-2}$ ، وذلك بدرجات حرية n -2 ، وبالتالي تكون خطوات اختبار أن معامل ارتباط المجتمع يساوي صفر كما يلي :

1- الفرض العدمي : أن معامل ارتباط المجتمع يساوي صفر، أي لايوجد ارتباط بين المتغيرين، وبالرموز : $H^\circ : R= 0$ .

2- الفرض البديل : معامل ارتباط المجتمع لا يساوي صفر ، أي يوجد ارتباط بين المتغيرين ، وبالرموز : $H1: R\neq 0$ .

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/ n-2}} \qquad (4\text{-}5)$$

و التي لها توزيع t بدرجات حرية n -2

[http:// faculty.ksu.edu.sa/sirhan/documents. 16/04/2009 .11 :02]

و عليه وانطلاقا من المعطيات المتوفرة لدينا سنقوم بحساب إحصائية الاختبار حيث:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\,n-2}} \quad , \quad T = 1.36$$

نقوم بمقارنة T إحصائية الاختبار بحدود منطقة القبول.

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447. نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول (1.36) ، وهو ما يعني قبول فرض العدم بأن R= 0 و رفض الفرض البديل. هذا ما يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين. انطلاقا من ذلك يمكن القول أن بورصة عمان ليست كفئة في صيغتها المتوسطة ، وذلك لأن مؤشر أسعار الأسهم لا يستجيب للتغير في معدل التضخم ، وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في بورصة الأردن.

## 2- معدل البطالة

معدل البطالة يقيس نسبة العاطلين عن العمل في مجتمع ما، و للبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة. فارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد سيؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات، فينجم عنه انخفاض في المبيعات و بالتالي الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم.

لذلك سنحاول في هذه المرحلة دراسة مدى استجابة مؤشرات البورصة للتغير في معدلات البطالة من أجل الحكم على كفاءة السوق ، لأنه يفترض في ظل السوق الكفء ، وفي صيغته المتوسطة أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات سواء كانت تاريخية ، وكذلك المعلومات المنشورة لعامة الناس و المتعلقة

بالظروف الدولية ، ظروف الاقتصاد الوطني ، أو المتغيرات المتعلقة بالمنشأة في حد ذاتها. و عليه فإذا استجابت الأسعار لتلك التغيرات ستكون السوق كُفئة و العكس صحيح.

و تعتبر البطالة أحد متغيرات الاقتصاد ( متغيرات المحيط الخارجي) التي سنحاول دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، أو بتعبير أصح هل يستجيب مؤشر السوق للتغير في معدل البطالة أم لا ، وذلك من خلال حساب معامل الارتباط بين المتغيرين. بالنسبة للأردن يمكن أن نلخص البيانات المتعلقة بمعدل البطالة و مؤشر البورصة في الجدول التالي:

**الجدول(4 – 26): مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الأردن**

| السنة | مؤشر البورصة(نقطة) | معدل البطالة(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 1727,2 | *15* |
| 2002 | 1700,2 | *16* |
| 2003 | 2614,5 | *16* |
| 2004 | 4245,6 | *16* |
| 2005 | 8191,5 | *15* |
| 2006 | 5518,1 | *12.5* |
| 2007 | 7519,3 | *15.4* |
| *2008* | 6243,1 | 13.5 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com/g/g.aspx 15/04/2009 – 17 :35

بالاعتماد على معطيات الجدول (4 – 26) و باستخدام الحاسب الآلي، وجدنا أن قيمة معامل الارتباط $R = -0.38$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.14$.

لدينا : فرض العدم : $R = 0$ : $H^\circ$ : أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل البطالة.

الفرض البديل : $R \neq 0$ :H1 : أي أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر ، وعليه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل البطالة.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\,n-2}} \quad , \quad T = -1.03$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ودرجات حرية 6=2-8 =2-n نجد أن قيمة t = 2.447. نلاحظ أن t المحسوبة أقل من t الجدولية : 1.03- < 2.447.

كما نلاحظ أن t المحسوبة تقع في منطقة القبول، وعليه فان القرار المتخذ في هذه الحالة هو قبول فرض العدم $H^\circ : R = 0$ ، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن ومعدل البطالة. أو بتعبير آخر أن مؤشر بورصة الأردن لا يستجيب للتغيرات في معدلات البطالة، وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الأردن في صيغتها المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي يمثل حجم الإنتاج الكلي من السلع و الخدمات ، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر ايجابيا على مبيعات الشركة وعلى أرباحها و بالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية. لذلك سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة ما إذا كان هناك ارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر البورصة. أو بتعبير أصح سنحاول دراسة ما إذا كانت مؤشرات البورصة تستجيب للتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا لنتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة السوق. و لإتمام دراستنا يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول الموالي:

**الجدول(4 – 27): مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن**

| السنة | مؤشر البورصة(نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 1727,2 | 2 |
| 2002 | 1700,2 | 3.5 |
| 2003 | 2614,5 | 3.5 |
| 2004 | 4245,6 | 3.1 |
| 2005 | 8191,5 | 5.1 |
| 2006 | 5518,1 | 5.8 |
| 2007 | 7519,3 | 6.3 |
| 2008 | 6243,1 | 5.7 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

قمنا بحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال معطيات الجدول (4 – 27) و باستخدام الحاسب الآلي، فكانت النتائج كما يلي:

$R^2= 0.71$ ، $R= 0.84$

ننطلق من :

- فرض العدم : $R= 0$ : $H°$ : أي أنه لايوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- الفرض البديل : $R\neq 0$ : $H1$: أي أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر ، وعليه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هيT ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \qquad T=3.82$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ودرجات حرية 6=2-8 =2-n نجد أن قيمة t = 2.447.

نلاحظ أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية 3.82>2.447 ، كما أن القيمة الإحصائية المحسوبة تقع في منطقة الرفض ، بمعنى رفض فرض العدم R= 0 ، و قبول الفرض البديل أي R≠ 0

أي رفض فكرة أن معامل الارتباط يساوي صفر، وقبول فكرة أن معامل الارتباط يختلف عن الصفر. هذا يعني أنه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث قدر معامل الارتباط ب 0.84 و هو ما يشير إلى وجود علاقة قوية بين المتغيرين، وهي علاقة طردية ، حيث أن الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى ارتفاع مؤشر البورصة. كما نلاحظ أن 71% من التغير في مؤشر البورصة يفسر بتغير معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. هذا يعني أيضا أن مؤشر البورصة يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لكن أعتقد أن هذه العلاقة وحدها لاتكفي للحكم على كفاءة بورصة الأردن في صيغتها المتوسطة، خاصة بعد النتائج المتوصل إليها سابقا و التي تؤكد عدم كفاءة البورصة في صيغتها المتوسطة فعدم تحقيقها لكفاءة التسعير مرة واحدة يلغي كفاءة البورصة في صيغتها المتوسطة.

## المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

خصص هذا المطلب لدراسة الارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومجموعة من العوامل الاقتصادية قصد اختبار كفاءة السوق في صيغته المتوسطة.

### 1- معدل التضخم

يمكننا تلخيص التطورات التي عرفها كل من معدل التضخم و مؤشر السوق خلال فترة الدراسة في الجدول التالي :

**الجدول(4 – 28): مؤشر السوق و معدل التضخم في السعودية**

| السنة | مؤشر السوق(نقطة) | معدل التضخم(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 2.430,11 | *0.5* |
| 2002 | 2.518,08 | *1.7* |
| 2003 | 4.437,58 | *1* |
| 2004 | 8.206,23 | *0.5* |
| 2005 | 16.712,64 | *0.8* |
| 2006 | 7.933,3 | *0.4* |
| 2007 | 11.176,0 | *1.9* |
| *2008* | 7.803,0 | 3.4 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

باستخدام بيانات الجدول (4 – 28) بالاعتماد على الحاسب الآلي نجد أن معامل الارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و التضخم يساوي R=0.01 ، وأن معامل التحديد $R^2 = 0.0001$

ننطلق من فرض أن : R= 0 : H° ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل التضخم.

في حين أن الفرض البديل R≠ 0 :H1 ، يعني أن معامل ارتباط المجتمع لا يساوي الصفر و هو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T= 0.02$$

من جدول t و عند مستوى معنوية α=0.05 ودرجات حرية 8-2=6 =n-2 نجد أن قيمة t = 2.447. نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية، 0.02< 2.447 ، و أن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول ، وهو ما يعني قبول فرض العدم بأن R= 0 : H° ، ورفض الفرض البديل.

كل هذا يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، بمعنى أن سوق الأسهم السعودي ليس كُفؤا في صيغته المتوسطة، وذلك لأنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل التضخم، و هو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي.

## 2- معدل البطالة

سنحاول فيما يلي دراسة استجابة مؤشر سوق الأسهم السعودي للتغير في معدلات البطالة خلال الفترة 2001-2008 .

**الجدول (4 – 29): مؤشر السوق و معدل البطالة في السعودية**

| السنة | مؤشر السوق( نقطة) | معدل البطالة(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 2.430,11 | *15.3* |
| 2002 | 2.518,08 | *15.7* |
| 2003 | 4.437,58 | *25* |
| 2004 | 8.206,23 | *25* |
| 2005 | 16.712,64 | *25* |
| 2006 | 7.933,3 | *13* |
| 2007 | 11.176,0 | *13* |
| *2008* | 7.803,0 | 13 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل البطالة خلال فترة الدراسة 2001-2008 ، وبالاعتماد على الحاسب الآلي استخرجنا معامل ارتباط " بيرسون" الذي كان يساوي $R = 0.26$ ، ومعامل التحديد يساوي $R^2 = 0.07$.

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R = 0$

2- الفرض البديل : $H1: R \neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\,n-2}} \quad , \quad T = 0.67$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية 0.67< 2.447 ، وهي بذلك تقع في منطقة القبول ، أي قبول فرض العدم.

بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومعدل البطالة، أو بتعبير آخر أن مؤشر السوق لا يستجيب للتغير في معدل البطالة. وعليه يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي غير كفء في صيغته المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى مؤشر سوق الأسهم السعودي ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي:

**الجدول (4 – 30): مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية**

| السنة | مؤشر السوق( نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 2.430,11 | *4* |
| 2002 | 2.518,08 | *1.6* |
| 2003 | 4.437,58 | *0.6* |
| 2004 | 8.206,23 | *5.3* |
| 2005 | 16.712,64 | *5* |
| 2006 | 7.933,3 | *6.5* |
| 2007 | 11.176,0 | *2.4* |
| *2008* | 7.803,0 | 4.7 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05
www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

بالرجوع إلى بيانات الجدول (30) و باستخدام الحاسب الآلي ، توصلنا إلى النتائج التالية :

معامل الارتباط $R = 0.42$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.17$.

و لدينا $n = 8$

ننطلق من :

- فرض العدم : $R = 0$ : $H°$ ، أي أنه لايوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

-الفرض البديل : $R \neq 0$ : $H1$ ، بمعنى أن معامل الارتباط يختلف عن الصفر، وعليه فهناك ارتباط بين مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/n-2}} \quad , \quad T = 1.14$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ودرجات حرية 6=2-8 =n-2 نجد أن قيمة t = 2.447.

نلاحظ أن قيمة T الإحصائية المحسوبة أقل من t الجدولية 1.14< 2.447، كما أنها تقع في منطقة القبول أي قبول فرض العدم.

هذا يعني أن R= 0 ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أو بتعبير آخر أن مؤشر السوق لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. و عليه نستنتج أن سوق الأسهم السعودي غير كفء في صيغته المتوسطة.

## المطلب الثالث: سوق الكويت للأوراق المالية

هل سوق الكويت للأوراق المالية كفء في صيغته المتوسطة أم لا ؟ هو السؤال الذي سنحاول الإجابة عليه من خلال دراسة استجابة مؤشر السوق لعدد من المتغيرات الاقتصادية.

### 1- معدل التضخم

يظهر الجدول الموالي مستوى التضخم وقيمة مؤشر السوق في الكويت خلال الفترة 2001-2008. انطلاقا من ذلك سنعمل على حساب معامل الارتباط بين المتغيرين لمعرفة فيما إذا كان مؤشر السوق يتغير تبعا للتغير في معدل التضخم.

**الجدول(4 – 31): مؤشر السوق و معدل التضخم في الكويت**

| معدل التضخم(%) | مؤشر السوق (نقطة) | السنة |
|---|---|---|
| 3 | 1.709,40 | 2001 |
| 2.7 | 2.375,30 | 2002 |
| 2 | 4.819,00 | 2003 |
| 1.2 | 6.409,50 | 2004 |
| 2.3 | 11.445,10 | 2005 |
| 4.1 | 10.067,0 | 2006 |
| 3 | 12.588,0 | 2007 |
| 3.9 | 7.782,0 | 2008 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

انطلاقا من معطيات الجدول (4 – 31) و باستخدام البرنامج المناسب لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية و معدل التضخم يساوي

معامل الارتباط $R= 0.215$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.046$.

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R= 0$

2- الفرض البديل : $H1: R\neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \quad T= 0.55$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية $n-2=$ 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$. وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعلية نقبل فرض العدم

$H^\circ : R = 0$ ، ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية و معدل التضخم.

انطلاقا من ذلك يمكننا القول أن مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل التضخم، وهو ما يعني أن سوق الكويت ليس كفء في صيغته المتوسطة.

## 2- معدل البطالة

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة استجابة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للتغير في معدل البطالة.

**الجدول (4 – 32): مؤشر السوق ومعدل البطالة في الكويت**

| السنة | مؤشر السوق( نقطة) | معدل البطالة(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 1.709,40 | *1.8* |
| 2002 | 2.375,30 | *1.8* |
| 2003 | 4.819,00 | *7* |
| 2004 | 6.409,50 | *2.1* |
| 2005 | 11.445,10 | *2.2* |
| 2006 | 10.067,0 | *2.2* |
| 2007 | 12.588,0 | *2.2* |
| *2008* | 7.782,0 | 2.2 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

انطلاقا من معطيات هذا الجدول استخرجنا قيمة معامل الارتباط ومعامل التحديد، بالاعتماد على الحاسب الآلي وكانت النتائج كما يلي:

معامل الارتباط R=-0.14، ومعامل التحديد $R^2 = 0.02$

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R = 0$

2- الفرض البديل : $H1: R \neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T = -0.35$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447. بما أن قيمة الإحصائية T= - 0.35 تقع في منطقة القبول، حيث أنها أقل من 2.447، لذلك نتخذ القرار بقبول فرض العدم H° : R= 0 ورفض الفرض البديل. أي رفض أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر، وقبول فرض أن معامل الارتباط يساوي الصفر، وهو ما يعني أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية و معدل البطالة. أي أن المؤشر لا يتأثر بالتغير في معدلات البطالة، وهو ما يعكس عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمكننا تتبع تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي:

**الجدول (4 – 33): مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الكويت**

| السنة | مؤشر السوق( نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 1.709,40 | *6* |
| 2002 | 2.375,30 | *4* |
| 2003 | 4.819,00 | *2-* |
| 2004 | 6.409,50 | *4.6* |
| 2005 | 11.445,10 | *6.8* |
| 2006 | 10.067,0 | *8.3* |
| 2007 | 12.588,0 | *12.6* |
| *2008* | 7.782,0 | 5.6 |

Source : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 22 :05

www.indexmundi.com 5/04/2009 – 17 :35

بعد تحليلنا لمعطيات الجدول و اعتمادنا على الحاسب الآلي في استخراج النتائج تحصلنا على النتائج التالية:

معامل الارتباط $R = 0.73$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.53$

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $R = 0$ : $H^\circ$ ، أي لا يوجد ارتباط بين مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

2- الفرض البديل : $R \neq 0$ :H1 ، بمعنى وجود ارتباط بين مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T = 2$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ، ودرجات حرية $n-2 =$ 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$. و من خلال المقارنة بين الإحصائية المحسوبة و القيمة الجدولية،

نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية 2.447 >2 . كما أن T المحسوبة تقع في منطقة القبول ، لذلك نتخذ القرار بقبول فرض العدم، أي عدم وجود ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

أي أن مؤشر السوق لا يتأثر بالتغير في معدل نمو الناتج المحلي و انطلاقا من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية ليس كفء في صيغته المتوسطة.

## المطلب الرابع: بورصة مصر

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة مدى استجابة مؤشر بورصة مصر للتغير في مجموع المؤشرات الاقتصادية محل الدراسة.

### 1- معدل التضخم

يمكننا تتبع تطور كل من معدل التضخم و مؤشر بورصة مصر، من أجل دراسة الارتباط بينهما خلال فترة الدراسة من خلال الجدول الموالي:

**الجدول(4 – 34): مؤشر البورصة ومعدل التضخم في مصر**

| السنة | مؤشر السوق (نقطة) | معدل التضخم(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 613,00 | 3 |
| 2002 | 635,39 | 2.3 |
| 2003 | 803,18 | 4.3 |
| 2004 | 1.221,17 | 4.3 |
| 2005 | 2.238,93 | 9.5 |
| 2006 | 2.380,8 | 4.9 |
| 2007 | 3.412,3 | 6.5 |
| 2008 | 1.573,0 | 8.8 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

بعد حساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة مصر و معدل التضخم بالاعتماد على بيانات الجدول و على برنامج الحساب المناسب اتضح أن معامل الارتباط$R= 0.59$ ، وأن معامل التحديد $R^2= 0.35$ و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H° : R= 0$

2- الفرض البديل : $H1: R\neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T = 1.79$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية $n-2=$ 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$.

نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية $1.79 < 2.447$، كما أن إحصائية الاختبار T تقع في منطقة القبول. هذا الأمر يجعلنا نقبل فرض العدم $H° : R= 0$ ، والذي يعني أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة مصر و معدل التضخم. أو بتعبير أصح أن مؤشر البورصة لا يتأثر بالتغير في معدل التضخم، وهو الأمر الذي يعكس انخفاض كفاءة التسعير، وعليه يمكن القول أن بورصة مصر ليست كُفئة في صيغتها المتوسطة.

## 2- معدل البطالة

سنحاول دراسة درجة الارتباط بين معدل البطالة ومؤشر بورصة مصر، من خلال الأثر الذي يحدثه التغير في معدل البطالة على مؤشر البورصة.

**الجدول(4 – 35): مؤشر البورصة ومعدل البطالة في مصر**

| معدل البطالة(%) | مؤشر السوق (نقطة) | السنة |
|---|---|---|
| 11.5 | 613,00 | *2001* |
| 12 | 635,39 | *2002* |
| 12 | 803,18 | *2003* |
| 9.9 | 1.221,17 | *2004* |
| 10.9 | 2.238,93 | *2005* |
| 9.5 | 2.380,8 | *2006* |
| 10.3 | 3.412,3 | *2007* |
| 10.1 | 1.573,0 | *2008* |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

بتطبيق صيغة "بيرسون" على معطيات الجدول رقم **(4 – 35)** و باستخدام الحاسب الآلي نجد أن معامل الارتباط $R= -0.63$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.40$.

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R= 0$

2- الفرض البديل : $H1: R\neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2}/\ n-2} \quad , \quad T = 1.79-$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية $n-2=$ 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$.

نجد أن الإحصائية المحسوبة تقع في منطقة القبول، إذ أن Tالمحسوبة أقل من 2.447، وهو ما يجعلنا نقبل فرض العدم R= 0 ، وبالتالي نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة مصر و معدل البطالة. بمعنى أن مؤشر البورصة لا يستجيب للتغير في معدلات البطالة ، وعليه يمكننا القول أن بورصة مصر ليست كفئة في صيغتها المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

لدراسة الارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر بورصة مصر يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول التالي:

**الجدول(4 – 36): مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر**

| السنة | مؤشر السوق (نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 613,00 | 5 |
| 2002 | 635,39 | 2.5 |
| 2003 | 803,18 | 1.7 |
| 2004 | 1.221,17 | 3.1 |
| 2005 | 2.238,93 | 4.5 |
| 2006 | 2.380,8 | 4.9 |
| 2007 | 3.412,3 | 6.8 |
| 2008 | 1.573,0 | 7.2 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

قمنا بحساب معامل الارتباط ومعامل التحديد بين مؤشر بورصة مصر و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا باستخدام الحاسب الآلي فكانت النتائج كما يلي:

معامل الارتباط R = 0.63 ، معامل التحديد $R^2 = 0.40$.

و لدينا n = 8

1- فرض العدم : $H^\circ$ : R= 0

2- الفرض البديل : H1: R≠ 0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \quad T = 1.97$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

بمقارنة t الجدولية مع T المحسوبة نجد أن 1.97< 2.447، كما أن القيمة الإحصائية تقع في منطقة القبول، بمعنى قبول فرض العدم.

و عليه نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة مصر و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. أو بتعبير آخر أن مؤشر بورصة مصر لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. انطلاقا من ذلك يمكننا القول أن بورصة مصر غير كفئة في صيغتها المتوسطة.

## المطلب الخامس: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

تعرف المغرب كغيرها من الدول تطورات على مستوى مجموع مؤشراتها الاقتصادية ، لذلك سنحاول في هذه المرحلة تتبع هذه التغيرات ودراسة تأثيرها على مؤشر البورصة من أجل قياس كفاءة بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء في صيغتها المتوسطة.

## 1- معدل التضخم

لدراسة الارتباط بين معدل التضخم ومؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، قمنا بجمع البيانات المناسبة لإتمام هذه الدراسة في الجدول التالي:

**الجدول(4 – 37): مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الدار البيضاء**

| السنة | مؤشر البورصة (نقطة) | معدل التضخم(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 609.74 | *2* |
| 2002 | 3.179,81 | *1* |
| 2003 | 3.943,51 | *3.6* |
| 2004 | 4.521,98 | *1.2* |
| 2005 | 5.539,13 | *2.1* |
| 2006 | 9.479,5 | *1* |
| 2007 | 12.695,0 | *2.8* |
| *2008* | 10.984,3 | 2.1 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

بعد توفر المعلومات الضرورية الخاصة بمؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء و معدل التضخم قمنا بحساب معامل الارتباط الذي يساوي $R = 0.12$ ، ومعامل التحديد $R = 0.013$.

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : H1: $R = 0$

3- إحصائية الاختبار: H° : 0

2- الفرض البديل : $R \neq$ ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \quad T = 0.29$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$.

بمقارنة t الجدولية مع T المحسوبة نجد أن 0.29< 2.447، كما أن القيمة الإحصائية تقع في منطقة القبول، بمعنى قبول فرض العدم R= 0 . هذا يعني أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء و معدل التضخم ، وهو ما يعني أن مؤشر البورصة لا يستجيب للتغير في معدل التضخم ، الأمر الذي يعكس ضعف أو انخفاض كفاءة التسعير. انطلاقا من ذلك نستنتج أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفئة في صيغتها المتوسطة.

## 2- معدل البطالة

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة الارتباط بين معدل البطالة ومؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

**الجدول(4 – 38): مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الدار البيضاء**

| السنة | مؤشر البورصة (نقطة) | معدل البطالة(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 609.74 | *23* |
| 2002 | 3.179,81 | *23* |
| 2003 | 3.943,51 | *19* |
| 2004 | 4.521,98 | *19* |
| 2005 | 5.539,13 | *12.1* |
| 2006 | 9.479,5 | *11* |
| 2007 | 12.695,0 | *7.7* |
| *2008* | 10.984,3 | 15 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

قمنا بحساب معامل الارتباط ، ومعامل التحديد استنادا على المعطيات المدرجة في الجدول رقم (4 – 38) ، وبالاعتماد على الحاسب الآلي تحصلنا على النتائج التالية:

معامل الارتباط R = -0.87 ، معامل التحديد $R^2 = 0.75$ .

و لدينا n = 8

1- فرض العدم : R= 0 : H°

2- الفرض البديل : $H1: R \neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/n-2}} \quad , \quad T = -4.35$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية $n-2=$ 8-2=6 نجد أن قيمة $t = 2.447$.

بمقارنة القيمة الإحصائية المحسوبة مع t الجدولية نجد أن ، $-4.35 < -2.447$، وهو الأمر الذي يجعلنا نقبل فرض العدم $R= 0$ ، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء و معدل البطالة. أو بتعبير أصح أن مؤشر البورصة هنا لايستجيب للتغير في معدل البطالة ، الأمر الذي يجعلنا نستنتج أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كُفئة في صيغتها المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمكننا تتبع تطور كل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء من أجل دراسة الارتباط بينهما من خلال الجدول الموالي:

**الجدول(4 – 39): مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدار البيضاء**

| السنة | مؤشر البورصة (نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%) |
|---|---|---|
| 2001 | | *0.8* |
| 2002 | 3.179,81 | *5* |
| 2003 | 3.943,51 | *3.2* |
| 2004 | 4.521,98 | *6* |
| 2005 | 5.539,13 | *4.4* |
| 2006 | 9.479,5 | *1.7* |
| 2007 | 12.695,0 | *9.3* |
| *2008* | 10.984,3 | 2.1 |

**SOURCE** : http://www.amf.org.ae/pages 8/03/2009 -22 :05

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

بالاعتماد على بيانات الجدول (4 – 39) وباستخدام الحاسب الآلي، قمنا بحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي فكانت النتائج كما يلي:

معامل الارتباط $R= 0.38$ ، ومعامل التحديد $R^2= 0.14$

و لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R= 0$

2- الفرض البديل : $H1: R\neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \quad T=1$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

بمقارنة قيمة T الإحصائية المحسوبة مع t الجدولية ، نجد أن T المحسوبة أقل من t الجدولية 1< 2.447 ، كما أن T المحسوبة تقع في منطقة القبول، بمعنى قبول فرض العدم. أي عدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

هذا ما يجعلنا نستنتج أن مؤشر البورصة لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وعليه يمكن القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء غير كفئة في صيغتها المتوسطة، إذ أنها لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية الخارجية.

## المطلب السادس: بورصة الجزائر

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة الارتباط بين سعر سهم الأوراسي و عدد من المتغيرات الاقتصادية الخارجية ، ونقصد بذلك معدل التضخم ، معدل البطالة ، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من أجل اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة.

### 1- معدل التضخم

يوضح الجدول التالي تطور سعر سهم الأوراسي ، ومعدل التضخم خلال فترة الدراسة، بالشكل الذي يسمح لنا بدراسة الارتباط بينهما .

**الجدول(4 – 40): سعر السهم ومعدل التضخم في الجزائر**

| السنة | سعر سهم الأوراسي (دج) | معدل التضخم (%) |
|---|---|---|
| 2001 | 270 | *2* |
| 2002 | 240 | *3* |
| 2003 | 260 | *3* |
| 2004 | 275 | *3.5* |
| 2005 | 300 | *3.1* |
| 2006 | 385 | *1.9* |
| 2007 | 410 | *3* |
| *2008* | *450* | *4.6* |

**SOURCE:** www.sgbv.dz.22/04/2009- 17 :42

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

بالاعتماد على بيانات الجدول (4 – 40) و باستخدام الحاسب الآلي، تم التوصل إلى النتائج التالية :

معامل الارتباط بين سعر سهم الأوراسي ومعدل التضخم $R = 0.34$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0.11$ .

و للتأكد من أن الارتباط حقيقي و غير زائف نقوم باختبار معنوية معامل الارتباط.

لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R = 0$

2- الفرض البديل : $H1: R \neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T = 0.87$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

وعليه وبمقارنة الإحصائية المحسوبة ب t الجدولية، نلاحظ أن 0.87< 2.447 ، و بذلك فان إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول ، أي قبول فرض العدم الذي يعني عدم وجود علاقة بين معدل التضخم و سعر سهم الأوراسي، أي أن سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل التضخم ، وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة.

## 2- معدل البطالة

سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع تطور سهر سهم الأوراسي ومعدل البطالة خلال فترة الدراسة من اجل تحديد درجة الارتباط بينهما.

**الجدول(4 – 41): سعر السهم ومعدل البطالة في الجزائر**

| السنة | سعر سهم الأوراسي (دج) | معدل البطالة(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 270 | *30* |
| 2002 | 240 | *34* |
| 2003 | 260 | *31* |
| 2004 | 275 | *26.2* |
| 2005 | 300 | *25.4* |
| 2006 | 385 | *17.1* |
| 2007 | 410 | *15.7* |
| *2008* | *450* | *14.1* |

**SOURCE :**www.sgbv.dz.22/04/2009- 17 :42

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

انطلاقا من تحليل معطيات الجدول، وبالاعتماد على الحاسب الآلي توصلنا إلى النتائج التالية:

معامل الارتباط R = -0.98 ، ومعامل التحديد $R^2$= 0.96

لدينا n = 8

1- فرض العدم : H° : R= 0

2- الفرض البديل : H1: R≠ 0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\, n-2}} \quad , \quad T = -12.25$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

نلاحظ أن قيمة T إحصائية الاختبار أقل من t الجدولية، وهو ما يؤدي بنا إلى قبول فرض العدم R= 0

بمعنى عدم وجود ارتباط حقيقي بين معدل البطالة و سعر سهم الأوراسي. أو بتعبير آخر أن سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل البطالة، الأمر الذي يؤكد عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة.

## 3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

عرفت الجزائر تطور في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ولدراسة الارتباط بين سعر سهم الأوراسي و التغيرات الحاصلة في هذا المؤشر سنعتمد على معطيات الجدول التالي:

**الجدول(4 – 42): سعر السهم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر**

| السنة | سعر سهم الأوراسي (دج) | معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%) |
|---|---|---|
| 2001 | 270 | *5* |
| 2002 | 240 | *3.8* |
| 2003 | 260 | *3* |
| 2004 | 275 | *7.4* |
| 2005 | 300 | *6.1* |
| 2006 | 385 | *5.5* |
| 2007 | 410 | *3* |
| *2008* | 450 | 4.6 |

**SOURCE :**www.sgbv.dz.22/04/2009- 17 :42

www.indexmundi.com . 5/04/2009 – 17 :35

قمنا بتحليل معطيات الجدول (4 – 42) باستخدام البرنامج المناسب وتوصلنا إلى النتائج التالية:

معامل الارتباط $R= -0.13$، ومعامل التحديد $R^2= 0.02$

لدينا $n = 8$

1- فرض العدم : $H^\circ : R= 0$

2- الفرض البديل : $H1: R\neq 0$

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}} \quad , \quad T =0.35 -$$

فبالرجوع إلى جدول t ( توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha$=0.05 ، ودرجات حرية n-2= 8-2=6 نجد أن قيمة t = 2.447.

بمقارنة قيمة T الإحصائية المحسوبة مع t الجدولية ، نجد أن T المحسوبة أقل من t الجدولية كما أن T المحسوبة تقع في منطقة القبول، بمعنى قبول فرض العدم R= 0 . هذا يعني عدم وجود ارتباط بين سعر سهم الأوراسي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أي أن سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي . انطلاقا من ذلك نستنتج أن بورصة الجزائر غير كفؤة في صيغتها المتوسطة.

## خلاصة

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، وهي بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، و أخيرا بورصة الجزائر. واعتمدنا في ذلك على أكثر من طريقة، حيث قمنا في مرحلة أولى باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكننا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال. ومن بين هذه المؤشرات استخدمنا مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق، فبالرغم من أن عدد الشركات المدرجة يعد منخفضا إذا ما قورن بعدد الشركات المسجلة في البورصات الكبرى، كالولايات المتحدة الأمريكية إلا أنه يبقى يعرف نموا من خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة كفاءة السوق مستقبلا. و لقد سجلنا هذا النمو في كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، في حين أن بورصة مصر عرفت انخفاض متتالي من سنة لأخرى في عدد الشركات المسجلة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من اتساع السوق ، وبالتالي من كفاءته.

تأتي في آخر مرتبة بورصة الجزائر من حيث عدد الشركات المسجلة، حيث انخفض عدد الشركات فيها من 3 شركات إلى شركتين، خاصة بعد خروج مجمع الرياض سطيف من البورصة سنة 2006، وهو ما يجعلها بعيدة جدا عن باقي أسواق رأس المال العربية، إذ لا تحقق بورصة الجزائر سمة الاتساع.

أما فيما يخص مؤشر السيولة فيمكننا القول أن كل من بورصة الأردن، وسوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، وبورصة مصر، كانت تتمتع بالسيولة ، هذا وان كانت نسبة السيولة في مصر أقل من تلك المسجلة في بورصة الأردن، وفي السعودية، وفي سوق الكويت للأوراق المالية. أما بالنسبة لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع و الانخفاض من فترة لأخرى، وهو الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على سيولة السوق ، وبالتالي على كفاءته.

تبقى بورصة الجزائر ، حيث يعكس مؤشر سيولة السوق انخفاض شديد في السيولة، وهو الأمر الذي يبينه معدل دوران السهم الذي يعد أضعف معدل مقارنة مع باقي الأسواق محل الدراسة، حيث ينخفض معدل دوران السهم خلال فترة الدراسة إلى أقل من الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود نشاط بورصة الجزائر.

من ناحية أخرى يبقى مؤشر رأس المال السوقي الذي سجل على العموم نموا إيجابيا في كل من بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء. و هو ما يعكس قدرة هذه الأسواق على جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساعد على تطور السوق واتساعه واتجاهه نحو الكفاءة.

في حين نجد أن بورصة الجزائر سجلت على خلاف الأسواق الأخرى محل الدراسة، انخفاض في رأس المال السوقي في معظم سنوات فترة الدراسة، وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز البورصة على تعبئة الادخار و تشجيع الاستثمار، بالإضافة إلى عجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة. كما أن معدل نمو رأس المال السوقي يعكس البطء الشديد في

تطور بورصة الجزائر، و الذي يعد تطورا سلبيا خلال فترة الدراسة. كل هذه المؤشرات تجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن الكفاءة.

و لكي لاتبقى دراستنا حبيسة مؤشرات السوق، ولكي نحدد بدقة إذا كان السوق كفء أم لا ، وماهي درجة هذه الكفاءة قمنا باستخدام طريقة الأنماط الطارئة التي تقيس كفاءة سوق رأس المال في صيغته الضعيفة ، وذلك من خلال دراسة ما إذا كانت التغيرات في الأسعار عشوائية، أم أن هذه التغيرات مرتبطة ببعضها البعض. فكانت نتيجة الدراسة أن بورصة عمان، و سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، هي أسواق كفئة في مستواها الضعيف ، وذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائي ، أو ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار، لأن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض ، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات الماضية للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

تبقى بورصة مصر وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء التي أثبتت الدراسة أنها غير كفئة في صيغتها الضعيفة، لأن التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض، أي أن السوق لا يعرف حركة عشوائية للأسعار.

كذلك بالنسبة لبورصة الجزائر، حيث قمنا بتطبيق الأسلوب الإحصائي الأنماط الطارئة على سعر سهم الأوراسي، وتبين أن التغيرات المتتالية في أسعار السهم غير مستقلة عن بعضها البعض، وهو الأمر الذي يعكس عدم كفاءة السوق في صيغته الضعيفة.

أما فيما يخص اختبار كفاءة أسواق رأس المال في صيغتها المتوسطة من خلال دراسة أثر كل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفئة في صيغتها المتوسطة و ذلك نظرا لعدم وجود علاقة بين كل من التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر السوق. أو بتعبير آخر لأن مؤشرات السوق لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.

# الخاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر سوق رأس المال الكفء على القيمة السوقية للسهم. ذلك أنه في ظل السوق الكفء يتغير سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق. و في إطار سوق رأسمال كفء تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقة، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

إن تغير القيمة السوقية للورقة المالية بسرعة تبعا لأي معلومة جديدة تصل السوق، لن يترك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة و تحليلها و تغير السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق. غير أن هذا الأمر لا يتحقق دائما، حيث نجد في الواقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و تحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على سعر الورقة المالية، وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي تتطلب توفر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

ومن هنا يشترط الارتباط الوثيق بين مفهوم الكفاءة، وضرورة توفر المعلومات. بمعنى أن توفر المعلومات في السوق بشكل متماثل لجميع المتعاملين – أي زيادة درجة الإفصاح- يساهم في زيادة درجة كفاءة السوق. اذ يلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق رأس المال. ويساهم التحليل المالي في اكتشاف الحالات المؤقتة التي تكون فيها القيمة السوقية للورقة المالية مختلفة عن قيمتها الحقيقة. و هو الأمر الذي يسمح لبعض المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية في الأجل القصير.

لكن قيام المستثمرين بالتحليل و اتجاههم للاستفادة من انحراف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية سيساهم في تقليص الفجوة بين القيمتين، حيث ستتجه القيمة السوقية للورقة المالية نحو قيمتها الحقيقة، لتصل القيمة السوقية لسعر التوازن و تتحقق بذلك كفاءة السوق.

و لأن المعلومات تعد المحور المركزي لمفهوم كفاءة سوق رأس المال، فانه و انطلاقا من طبيعة المعلومات المنعكسة في سعر الورقة المالية تتحقق الكفاءة في عدة صيغ. فرض الصيغة الضعيفة، والتي تعني أن سعر السهم أو الورقة المالية يعكس فقط المعلومات التاريخية فيما يخص سعر الورقة المالية، حجم التداول...الخ.

أما فرض الصيغة متوسطة القوة فهو يقوم على فكرة أن سعر السهم أو الورقة المالية لا يعكس المعلومات التاريخية فقط، بل يعكس المعلومات العامة كذلك.

و لدراسة أثر هذه المعلومات، من أجل تحديد القيمة الحقيقة للورقة المالية يتم الاعتماد على التحليل الأساسي، الذي يمكن من تقدير سعر الورقة المالية مستقبلا.

يبقى فرض الصيغة القوية و الذي في إطاره تنعكس جميع المعلومات سواء كانت عامة متاحة لعامة الناس، أو خاصة متاحة لعدد معين من الأفراد ، كالإطارات الكبرى في المنشأة، رئيس مجلس الإدارة، المحللين الماليين...الخ.

هذا ولقد اختلفت الآراء حول تأكيد أو رفض الفرض متوسط القوة، والفرض القوي لكفاءة السوق من خلال الدراسات الميدانية في اختبار هذه الصيغ. ففي حين يوضح **" ستيكل"** أن السوق غير كفء نتيجة لوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و انعكاسها على سعر السهم أو الورقة المالية، يسمح للمستثمرين بإجراء تحليلات تمكنهم من تحقيق عوائد متميزة. نجد في المقابل **" بيرس ورولي"** يؤكدون على صحة فرض الصيغة متوسطة القوة، مع ذلك لا يمكننا الجزم بشكل مطلق، لكن يمكن القول أن هناك شبه اتفاق على أنه لايمكن تأكيد أن السوق كفء على مستوى الفرض متوسط القوة و الفرض القوي، حيث يمكن لبعض المستثمرين و المختصين من استغلال الفرصة في القيام بالتحليل وتحقيق أرباح تفوق ما يحققه الغير.

هذا يعني أن هناك تضارب في الآراء ، فليس كل المستثمرين يؤمنون بفكرة كفاءة السوق. و في هذا الإطار نجد أن من يؤمن بكفاءة السوق يعتمد مجموعة من الإستراتيجيات، كإستراتيجية الشراء و الاحتفاظ، إستراتيجية صناديق المؤشرات.

و هي استراتيجيات تسمح للمستثمر بالحصول على عائد يعادل ما يحصل عليه غيره من المستثمرين، طالما أن السوق كفء و أن القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة.

في حين نجد أن الذين لا يؤمنون بكفاءة سوق رأس المال يتبعون استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق، ومبررهم في ذلك الدراسات التي أجراها الباحثون و التي أثبتت أن السوق يمكن أن يعرف حالة عدم توازن، و هو الأمر الذي سينعكس على معدلات العائد التي يحققها المستثمرون و التي لن تكون متساوية. حيث يمكن أن تختلف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقة، نتيجة لتأثير عدة عوامل، كعدم تماثل المعلومة ، أثر نهاية الأسبوع، تأثير نهاية السنة، تأثير الحجم، تأثير نسبة سعر السهم إلى ربحيته، عدم رشادة المستثمرين...الخ.

كل هذه العوامل ستساهم في التقليل من كفاءة السوق وهو ما يدفع بالمستثمرين إلى إتباع استراتيجيات لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال، منها استراتيجيات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ، واستراتيجيات الاستثمار في السهم.

مع ذلك يعتقد أن المستثمرين الذين لا يؤمنون بكفاءة السوق هم الذين يدفعون السوق إلى حالة التوازن. ففي حالة عدم كفاءة السوق سيكون هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية للورقة المالية و قيمتها السوقية. فإذا كانت الورقة المالية مقيمة بأكبر من قيمتها الحقيقة، فهذا سيدفع المستثمرين إلى التنازل عما يملكونه من هذه الورقة، وهو ما سيؤدي إلى زيادة العرض، فتنخفض قيمتها السوقية حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية و بذلك يتحقق التوازن للسوق.

و في حالة ما إذا كانت الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة، فهذا سيشجع المستثمرين على زيادة الطلب على هذه الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية حتى تصل إلى قيمتها الحقيقة.

و تحدد قيمة الورقة المالية بالأخذ بعين الاعتبار للعوامل المؤثرة فيها، ونقصد بذلك العائد المتوقع من الاستثمار و المخاطر. كما يجب اختيار الطريقة المناسبة لتحديد قيمة الورقة المالية، فبالنسبة للسندات تحدد القيمة العادلة للسند بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. كذلك الأمر بالنسبة للأسهم ، إذ تحدد قيمة السهم من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا، وفي هذا الإطار يمكن استعمال أكثر من نموذج، كنموذج خصم التوزيعات ، نموذج مضاعف الربحية، نموذج تقييم الربحية، نموذج التدفق النقدي ...و غيرها.

تجدر الإشارة إلى أنه عند تحديد قيمة السهم يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموع العمليات التي تقوم بها المؤسسة على السهم، كعملية تجزئة السهم، توزيع أسهم مجانية، حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، حتى تكون عملية التقييم صحيحة.

و لتدعيم هذا التحليل النظري لكفاءة سوق رأس المال ، عمدنا إلى إسقاط هذه الدراسة النظرية على مجموعة من أسواق رأس المال العربية لمعرفة إذا ما كانت هذه الأسواق كفؤة أم لا.

وإذا كانت كُفئة، كيف يكون سلوك سعر السهم في ظل هذه الأسواق. من أجل ذلك قمنا باعتماد مجموعة من مؤشرات السوق، التي يمكن أن تعطينا نظرة مبدئية في ما إذا كان السوق محل الدراسة تتوفر فيه شروط الكفاءة أم لا.

حيث تبين من خلال تطبيق المؤشرات المعتمدة، ومنها مؤشر عدد الشركات المدرجة، أن عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية محل الدراسة يعرف نموا من سنة لأخرى، مما يدل على اتجاه نحو زيادة اتساع السوق بشكل يساهم مستقبلا في زيادة كفاءته. هذه النتيجة تم تسجيلها بالنسبة

لكل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء. أما بالنسبة لبورصة مصر فقد عرفت انخفاض متتالي بالنسبة لعدد الشركات المسجلة من سنة لأخرى، وهو أمر من شأنه التقليل من اتساع السوق، ومن ثم التقليل من كفاءته. تبقى بورصة الجزائر التي سجلت أدنى عدد للشركات المدرجة في البورصة، سواء بالنسبة لأسواق رأس المال محل الدراسة، أو حتى بالنسبة للأسواق الأخرى، وهو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تحقق سمة الاتساع.

أما بالنسبة لمؤشر السيولة فيمكن القول أن كل من بورصة الأردن، وسوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، و بورصة مصر كانت تتمتع بقدر من السيولة، وان كانت نسبة السيولة تتفاوت من سوق لآخر. في حين سجلنا انخفاض في معدل دوران السهم في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وهو الأمر الذي يؤثر على سيولة السوق وبالتالي على كفاءته. تبقى بورصة الجزائر التي سجلت انخفاض شديد في سيولة السوق وهذا راجع إلى الانخفاض الكبير في معدل دوران السهم.

كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود بورصة الجزائر، وهي كلها مؤشرات تعكس عدم كفاءة السوق.

أما فيما يخص رأس المال السوقي فقد سجل على العموم نمو ايجابي في معظم أسواق رأس المال محل الدراسة، باستثناء بورصة الجزائر التي عرفت على خلاف باقي الأسواق انخفاض رأس المال السوقي في معظم سنوات الدراسة.

انطلاقا من ذلك يمكن القول أنه إذا كانت لمعظم الأسواق قدرة على جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار، بما يساهم في اتساع السوق و اتجاهه نحو الكفاءة، وان كانت هذه القدرة تتفاوت من سوق لآخر، حسب ما يعكسه مؤشر سوق رأس المال السوقي، فيمكن القول أن بورصة الجزائر تبقى عاجزة عن تعبئة الادخار، وتشجيع الاستثمار، وزيادة الإصدارات الجديدة، بالشكل الذي يؤدي إلى تقلص الفرصة الاستثمارية في البورصة. و هو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

و لتأكيد النتائج التي توصلنا إليها من خلال قياس بعض الشروط أو الميزات التي يجب أن تتوفر في السوق الكفء، قمنا باستخدام طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة و ذلك من خلال دراسة ما إذا كان سلوك مؤشر السوق عشوائي أم لا. فتبين من خلال الدراسة أن كل من بورصة عمان، وسوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، هي أسواق كفئة في مستواها الضعيف، وذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائي، أو أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار. بينما اتضح أن بورصة مصر، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفئة في صيغتها الضعيفة، وهذا نظرا لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض.

كذلك بالنسبة لبورصة الجزائر ، اتضح أن التغيرات المتتالية في سعر سهم الأوراسي غير مستقلة عن بعضها البعض، وهو مايعكس عدم كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، وأعتقد أنها نتيجة متوقعة فإذا كانت أدنى الشروط والمقومات التي يجب أن تتوفر في أي سوق رأس مال لا تتوفر في بورصة الجزائر، فهل ننتظر فعلا أن تحقق اختبار الكفاءة.

بعد اختبار مدى كفاءة أسواق رأس المال في صيغتها الضعيفة، تم الانتقال إلى محاولة اختبار كفاءة هذه الأسواق في صيغتها المتوسطة، فاتضح أن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفئة في صيغتها المتوسطة ، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين كل من معدل التضخم ، معدل البطالة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر السوق. أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات في العوامل الاقتصادية محل الدراسة، وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق. مع أنه تم تسجيل حالة استجابة واحدة لمؤشر بورصة الأردن للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لكن يعتقد أن ذلك لا يكفي ، فتحقق الكفاءة في صيغتها المتوسطة يتطلب أن تتغير الأسعار تبعا لكل معلومة جديدة تصل إلى السوق سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة تخص الاقتصاد ككل أو تخص المنشأة في حد ذاتها. و عليه فان عدم استجابة مؤشر السوق لأحد هذه المتغيرات ، يؤدي إلى عدم تحقق الكفاءة للسوق.

من خلال النتائج المتوصل إليها، ومن خلال دراستنا المتواضعة لكفاءة سوق رأس المال فإننا نقدم الاقتراحات و التوصيات التي نراها مناسبة بالنسبة للجزائر بصورة خاصة، ولبقية أسواق رأس المال العربية بصفة عامة، حتى نتمكن من تحسين و رفع أداء أسواق رأس المال عندنا ، لتتحقق الكفاءة في أعلى درجاتها و نلحق بمصاف الدول المتقدمة ، فتكون أسواق رأس المال العربية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

حيث تتمحور هذه التوصيات حول:

* بالنسبة للجزائر:

1- العمل على خلق ثقافة الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية، السمعية، البصرية، المقروءة، من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد. دون أن ننسى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الجامعة في هذا المجال بالتعاون مع الإطارات المختصة، من خلال الندوات، الأيام الدراسية...الخ.

2- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات و تشجيع الاستثمار. حيث أثبتت العديد من الدراسات أن إعطاء أهمية للسندات، وبصورة خاصة السندات الحكومية المتنوعة يسمح بتنشيط حركة التداول في سوق رأس المال، إذ أن الأفراد يفضلون الاستثمار في السندات مقارنة بالأسهم، خاصة في الأسواق المالية حديثة النشأة.

3- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها و طرح أوراقها المالية في البورصة، كتخفيض نسبة الضريبة مثلا ، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.

4- إعادة النظر في هيكلة البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف و محاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، تشريعية، تنظيمية...الخ ،وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة .

5- إعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان للمتعاملين من خلال حماية المستثمرين من التصرفات الغير سليمة، وبالتالي ضمان استقرار السوق و زيادة الشفافية.

6- دعم دور البورصة كأداة أساسية لإنجاح عملية الخوصصة.

7- التركيز على سلطة السوق و دورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال.

8- دعم وتشجيع الوسطاء في عمليات البورصة، من أجل زيادة حركية و نشاط سوق رأس المال و بالتالي الرفع من سيولة القيم من خلال حث الوسطاء والمنشآت المصدرة للقيم على اللجوء إلى أساليب تنشيط السوق من خلال تحسين شروط التداول.

9- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة.

10- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة، حتى نضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من أجله.

11- فتح المجال أمام أسواق رأسمال أخرى، وخاصة أسواق رأس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.

* أما بالنسبة لأسواق رأس المال العربية فإننا نقترح الاقتراحات التالية:

1- بذل الجهود اللازمة من أجل توعية و إعلام الأفراد بمختلف التقنيات المستعملة في اتخاذ القرار الاستثماري، كأدوات التحليل الفني والتحليل الأساسي، انطلاقا من التوعية الجادة للمستثمرين بمفهوم العائد والمخاطرة.

2- تهيئة بيئة استثمارية مناسبة تشجع على جلب الاستثمارات المحلية و الأجنبية و تساهم في دعم عملية الخوصصة و زيادة كفاءة القطاع الخاص.

3- العمل دائما على خلق و ابتكار أدوات مالية جديدة تساهم في جلب المدخرات و تغطي احتياجات مختلف المستثمرين.

4- العمل على زيادة درجة الإفصاح و الشفافية في أسواق رأس المال. مع التركيز دائما على وسائل الإعلام المختلفة و دورها في توعية المستثمرين بكل المستجدات التي تعرفها أسواق رأس المال.

5- مواكبة التطورات الحاصلة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة ، وذلك باستغلال مختلف التقنيات التكنولوجية الحديثة لتسهيل عملية نشر البيانات المتعلقة بالشركات ، أسعارها، حجم التداول، التسويات ، طرق التسعير ...الخ.

6- إعادة النظر في الأنظمة الضريبية على الشركات، لتعزيز دورها في تشجيع الاستثمار من خلال تخفيض الضرائب على الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك من خلال تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد المحققة من العمليات على الأوراق المالية( الأرباح الرأسمالية).

7- اعتماد معايير محاسبية دولية في إعداد التقارير المالية التي تكون الشركات ملزمة بالإفصاح عنها، مع ضرورة إخضاع هذه التقارير للتدقيق و المراجعة من أجل زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المنشورة و بالتالي زيادة فعالية التقارير في ترشيد القرارات.

8- وضع قوانين صارمة لحماية صغار المستثمرين من أولئك الذين يتمكنون من الحصول على المعلومات من مصادر خاصة و مقربة، أو من نشر معلومات خاطئة ومضللة.

9- العمل على خلق سوق رأس مال عربية موحدة من خلال الاتفاقيات التي تحدد شروط التعامل و الإدراج المشترك بين الأسواق العربية، وهو الأمر الذي يتطلب بذل جهود أكبر للتنسيق فيما يخص القوانين، التشريعات، نظام العمل داخل السوق...الخ.

10- تطوير نظام التعامل الإلكتروني الذي من شأنه أن يرفع من أداء سوق رأس المال

11- تعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية ، وهو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق رأس المال العربية.

# المـــــــراجـــع

# المراجع


1. أحمد سعد عبد اللطيف، مراجعة حسين عطا غنيم، بورصة الأوراق المالية، د.د.ن، 1998.
2. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
3. اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا، تطوير الأسواق المالية و إصلاح مؤسساتها: قضايا و خيارات السياسة العامة لمنطقة الاسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005.
4. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، 2004.
5. بن نعمون حمادو، سياسات توزيع الأرباح و أثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية، 1989-1990.
6. بوراس أحمد، مصادر التمويل و قيمة المنشأة، دراسة لأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2001 .
7. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002 .
8. حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محمود العتيبي، الأسواق المالية، د.د.ن،1995.
9. حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1998.
10. خالد و هيب الراوي، الاستثمار. مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى 1999.

11. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.

12. سيد الهواري، الإدارة المالية، منهج اتخاذ قرارات، دار الجيل للطباعة، القاهرة، 1976.

13. شمعون شمعون ، البورصة ، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، د.س.ن.

14. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، العدد التاسع و الأربعون، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007.

15. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا، عمليا، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

16. ضياء مجيد ، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم، السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

17. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

18. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدر الجامعية، الإسكندرية، 2000.

19. عصام فهد العربيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، دمشق، 2002.

20. عبد الرحمن صبري، تطوير البنية المالية التحتية في الوطن العربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، سلسلة الحوارات العربية، منتدى الفكر العربي، عمان ، 1997.

21. عبد الغفار حنفي، البورصات ( أسهم، سندات ، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث،الإسكندرية، 1995.

22. عبد الله الجزيري، محمد نجيب رسلان، المنشآت المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1975.

23. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

24. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.

25. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.

26. عبد الرحمن عبد الباقي عمر، تنظيم وإدارة المنشآت المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1976.

27. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

28. عبد العزيز شرابي، طرق إحصائية للتوقع الإحصائي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.

29. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

30. فتحي عبد العزيز أبو راضي، الطرق الإحصائية في العلوم الاجتماعية، دار النهضة العربية، بيروت، 1998.

31. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.

32. محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مقدمة في الإحصاء، مبادئ و تحليل باستخدام spss، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان ، الأردن، 2008 .

33. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

34. مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب، رؤى مستقبلية، جامعة الفاتح، 2005/12/11.

35. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، عمان، 2006.

36. محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال والمال، الدار الجامعية، الاسكندرية،1999.

37. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

38. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم و السندات، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003-2004.

39. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

40. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.

41. محمد صالح الحناوي، دليل المستثمر المصاحب لكتاب أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 1997.

42. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

43. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية" البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، الإبراهيمية،1998.

44. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002.

45. مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية ( البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.

46. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.

47. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

48. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

49. منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر و محاذير، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.

50. محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 3/ 2004.

51. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001- 2002.

52. محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة ، 1996.

53. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك و أسواق مالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

54. محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1995.

55. مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية و أهميتها في السوق الفعال، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب – رؤى مستقبلية، جامعة الفاتح، 2005/12/11.

56. محمد محمود عبد ربه محمد، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

57. محمد حافظ عبده الرهوان، النقود و البنوك و الأسواق المالية، د.د– د.م ، 2000.

58. مركز البحوث و الدراسات، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، قطاع البحوث و منتدى الرياض الاقتصادي، استكشاف مدى كفاءة سوق السهم المحلية و دوره في دعم الاقتصاد الوطني، ورقة عمل مقدمة الى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان: " السوق المالية السعودية الواقع و المأمول"، 2005.

59. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية و أدواتها ( البورصة)، الطبعة الثالثة، حلب، 2006.

60. ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، 1998.

61. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية والإخراج الصحفي، طرابلس، 1998.

62. واثق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية ( عولمة أم فوضى منظمة؟) ، دار الرضا للنشر، سوريا – دمشق، 2003.

63. A.BLAK – P.WRIGHT – J.BACHMAN, gestion de la valeur actionnariale, DUNOD, Paris , 1999.
64. BERNARD DAUDÉ, HENRI ROUDAIN, finances et développement de l'entreprise, les éditions ouvrières, Paris, 1974.
65. BERTRAND JACQUILLAT, BRUNO SOLNIK, marchés financiers, DUNOD, Paris, 1997.
66. BOUKHEZAR AOMAR, la finance de l'entreprise, diagnostic, contrôle, décision, office des publications universitaires, Alger, 1981.
67. BRIGAM E, GAPENSKI L, intermediate financial management, the dryden press, 1987.
68. BELKAGUI A, Accounting Theory , New yow, Harcaurt brace jovanor,INC,1981.
69. CHRISTIAN GAVALDA, BERNARD BOULOC, le financement des entreprises, DALLOZ, Paris, 1973.
70. CHRISTIAN SAINT – ÉTIENNE, macrofinance et marchés financiers, ED ECONOMICA, Paris, 1998.
71. CHRISTINE STACHOWIAK, « prévisibilité des rentabilités boursières intra quotidiennes », la documentation Française/ Economie et prévision, 2004 /5, n = 166.
72. EMILIE BELUCHE, NICOLAS COSTESEQUE , ANTONIO GIL , l'efficience des marchés financiers, mémoire présenté pour l'obtention de la maîtrise de sciences Economiques , mention « économie internationale et monnaie et finance », mention « ECONOMÉTRIE », université DES sciences sociales de Toulouse 1 , 2001-2002.

73. F.OLIVIER – M. DE LA CHAPELLE – B. JARROSSON, le décideur et les stratégies financières, DUNOD, Paris, 1997.
74. GEORGES DEPALLENS, gestion financière de l'entreprise , éditions Sirey, Paris, 1983.
75. GÉRARD MARIE HENRY, les marchés financiers, ARMAND COLIN, Paris, 1999.
76. GIESE FRANçois, comment tourne une entreprise et initiation à l'analyse financière, CLET Editions banque, Paris, 1983.
77. GUNTHER CAPELLE – BLANCARD, les marchés à terme optionnels : organisation, efficience, évaluation des contrats et comportements des agents, Thèse pour l'obtention du grade de docteur de l'université de Paris l, 2001.
78. JACQUES BRAVARD, l'évaluation des entreprises, DUNOD, Paris, 1969.
79. JEAN BRILMAN, CLAUDE MAIRE, manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, 1990.
80. JOSETTE PILVERDIER – LATREYTE. Préface de ROLAND PEREZ, finance d'entreprise, ED ECONOMICA, Paris, 1984.
81. JACQUES HAMON, marchés d'action architecture et microstructure, ED ECONOMICA, Paris, 1995.
82. JACQUES TEULIÉ, PATRICK TOPSACALIN, finance, VUIBERT, Paris, 1997.
83. MICHAEL BARRE, FRANçOISE LORAND, la réaction du marché boursier français à l'annonce d'une 0.P.R.A , mémoire DESS, finance d'entreprise, université de RENNES 1, octobre 1998.
84. PHILIPPE SIMON, le financement des entreprises, DALLOZ, Paris, 1967.
85. PATRICK ARTUS, anomalies sur les marchés financiers, ed, ECONOMICA, Paris, 1995.
86. PIERRE VERNIMMEN, finance d'entreprise, logique et politique, DALLOZ, Paris , 1976.

87. PIERRE LAMY, les bourses de valeurs, ed ECONOMICA, Paris, 1995.
88. SID ALI BOUKRAMI, vade – mecum de la finance, office des publications universitaires, Alger, 1992.
89. SERRIE NICOLAS, Rapport de projet de département, « économie de l'information, de la connaissance, et technologies de l'information et de la communication, octobre 2004- juin 2005, ESL&NETWORK, Paris. 4/11/2008.
90. YVES CROZET, BERNARD BELLETANTE, PIERRE – YVES GOMEZ, BERNARD LAURENT, dictionnaire de banque et bourse, ed ARMAND COLIN, Paris, 1993.
91. YVES SIMON, préface ANDRÉ CHAÎNEAU, marchés des capitaux et taux d'intérêt, ed ECONOMICA, Paris ,1975.

## المواقع الالكترونية

1. إبراهيم أبو سعده، تحليل الدوافع و الخصائص السلوكية للمستثمرين تجاه الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الأزهر.

http://kku.edu.sa/conferences/SSEFP/researches.4/11/2008. 14:30

2. المعهد العربي للتخطيط، كفاءة أسواق الأوراق المالية، الكويت

. 03/12/2007. 17 : 35http://www.arab_api.org

3. حسين عبد المطلب سراج

http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2387. 07 novembre 2007. 14:27.

4 . وائل إبراهيم الراشد، قياس الكفاءة كمؤشر للتنبؤ بالأزمات المالية، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت.

http://blog.amin.org/zifagoo/09/04/2008.consulter le 13/05/2008.22:50

5. AIR LIQUIDE / informations actionnaires / guide de l'actionnaire. www.airliquide.com/fr/corporate/shareholder/guide/index.asp 21/12/2005. 20:45
6. ELLIOTT GANN, Analyse technique, www.elliottgann.com/index.php/ analyse _technique. 25 / 03/2007. 14 :15.
7. Efficient market hypothesis, www.alvinhan.com. 05/ 03/ 2009. 10:15.
8. Leif Ericssen, Quel est le degré d'efficience des marchés ? http://perso.wandoo.fr/pgreen finch/ FO plan.htm. 12/04/2009. 11:25.
9. La maîtrise de la valeur, conférence AFITEP AFAV, décembre 2003, le journal permanent de l'humanisme Méthodologique. http://journal.coherences.com. 04/10/2006. 21 :40 .
10. MATOFAM TAMANDJA, l'efficience boursière et la gestion de portefeuille a la BRVM. http://www.memoireonline.com/04/07/410/ m _efficience – boursière – gestion – de – portefeuille – brvm.html. 15/04/2009. 14 :40.
11. MOHAMED CHIKHI, Etude économétrique de l'efficience informationnelle. face aux anomalies sur les marchés boursiers , université de OUARGLA ,2004. http:// bbekhti.online.fr/rc web/rc 3/17_OGX%20 CHIKHI_F_OK.pdf. 15/05/2009. 22 :15.
12. NIHAT AKTAS , « la finance comportementale » un état des lieux, http://atoum.univ-paris1.fr/ document/orlean.pdf.2/2004. 08 :45.
13. PIERRE VERNIMMEN, finance d'entreprise http:// www.vernimmen.net/html/glossaire/gl_m.html. 18/02/2006. 16: 38.
14. STEVE AMBLER, l'efficience des marchés financiers, 2004. http://www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/efficien.pdf. 20/5/2008. 14:35 .
15. VERMATE JEAN – PIERRE – ZACHARIE ARNAUD, les marchés financiers. http://www.france.attac.org/a 1621. 26/03/2006. 15:30

16. www.alvinhan.com. 05/03/2009. 23 : 25.
17. www.master 272.com/ finance/stats MKT / volat.ppt. 22/02/2009. 16 : 35.
18. https://www.arabfinance.com/arabic/privacy/defaut.aspx.18/04/2009. 13:25.
19. https://www.migfx.ch/fr/l'entreprise/expositions/index.html. 10/12/2008. 10:55.
20. http://www.edubourse.com/guide/fiche.php?idFiche = 218.28/02/2008. 9 :25.
21. www.analyse.avoirs.com/equities/action_ index.html16/02/2008. 15:45.
22. http://agora.qc/encyclopedie/index.nsf/impression/marche_financier. 15/01/2007. 15:30.
23. http:// www.tresor.gov.ci/investir/bourse_lexique.htm.20/04/2009 14:05.
24. http://www.intracen.org/tfs/docs/glossary/af.htm.27/1/2009.23:15.
25. http:// www.apprendre – en – ligne.net. 12/05/2009. 15 :45.
26. http:// www.amf.org.ae/pages. 8/03/2009. 22:05.
27. http:// www.cbj.gov.jo/index 2/04/2009. 17:53.
28. http://www.faculty.ksu.edu.sa/sirhan/documents.16/04/2009.11:02.
29. http://www.indexmundi.com/g/g.aspx.5/04/2009- 17:35.
30. http://www.sgbv.dz 22/04/2009 - 17 :42.

## النشريات

1. commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), l'introduction en bourse, conditions et modalités, avril 2001.
2. commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Guide de l'investisseur, les Guides COSOB, Novembre 1997.
3. commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Guide de l'émetteur, les Guides COSOB, Novembre 1997.

## القوانين والتشريعات

1. قانون 88-16 المؤرخ في 12- 01-1988 ، المتعلق باستقلالية المؤسسات.
2. المرسوم رقم 91- 169 المؤرخ في 28 -05- 1991 ، المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
3. المرسوم رقم 91 – 170 المؤرخ في 28 -05- 1991 ، المتعلق بالقيم المنقولة و شروط إصدار شركات المساهمة لها.
4. المرسوم رقم 91 – 171 المؤرخ في 28-05- 1991 ، الخاص بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB).
5. المرسوم رقم 93 -08 المؤرخ في 25 -04- 1993 ، الخاص بالأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.
6. المرسوم رقم 93-10 المؤرخ في 23 – 05- 1993 ، المتعلق ببورصة القيم.
7. المرسوم رقم 94-976 المؤرخ في 13- 06- 1993 ، المتعلق بفئات الأشخاص المعنوية التي تعتمدها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
8. الأمر رقم 95 -22 المؤرخ في 26 – 08- 1995 ، المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية.

# فهرس الجداول


| رقم الجدول | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| ( 4-1 ) | تطور عدد الشركات المدرجة ي بورصة الأردن | 256 |
| (4 - 2) | تطور مؤشر السيولة في بورصة الأردن | 257 |
| (4 - 3) | تطور رأس المال السوقي في بورصة الأردن | 259 |
| (4 - 4) | تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي | 260 |
| (4 - 5) | تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي | 261 |
| (4 - 6) | تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي | 263 |
| (4 - 7) | تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية | 264 |
| (4 - 8) | تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية | 265 |
| (4 - 9) | تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية | 267 |
| (4 - 10) | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر | 268 |
| (4 - 11) | تطور مؤشر السيولة في بورصة مصر | 269 |
| (4 - 12) | تطور رأس المال السوقي في بورصة مصر | 271 |
| (4 - 13) | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء | 272 |
| (4 - 14) | تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء | 273 |
| (4 - 15) | تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء | 275 |
| (4 -16) | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر | 276 |
| ( 4-17) | تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر | 277 |

| | | |
|---|---|---|
| (4 – 18) | تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر | 279 |
| (4 – 19 ) | تطور مؤشر بورصة عمان | 284 |
| (4 – 20) | تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي | 285 |
| (4 – 21) | تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية | 287 |
| (4 – 22 ) | تطور مؤشر بورصة مصر | 288 |
| (4 – 23) | تطور مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء | 290 |
| (4 – 24) | تطور سعر سهم الأوراسي | 291 |
| (4 – 25) | مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الأردن | 294 |
| (4 – 26) | مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الأردن | 297 |
| (4 – 27) | مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن | 299 |
| (4 – 28) | مؤشر السوق و معدل التضخم في السعودية | 301 |
| (4 – 29) | مؤشر السوق و معدل البطالة في السعودية | 302 |
| (4 – 30) | مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية | 304 |
| (4 – 31) | مؤشر السوق و معدل التضخم في الكويت | 306 |
| (4 –32 ) | مؤشر السوق ومعدل البطالة في الكويت | 307 |
| (4 – 33) | مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الكويت | 309 |
| (4 – 34) | مؤشر البورصة ومعدل التضخم في مصر | 311 |
| (4 – 35) | مؤشر البورصة ومعدل البطالة في مصر | 312 |
| (4 – 36) | مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر | 314 |
| (4 – 37) | مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الدار البيضاء | 316 |

| | | |
|---|---|---|
| (4 – 38) | مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الدار البيضاء | 317 |
| (4 – 39) | مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدار البيضاء | 318 |
| (4 – 40) | سعر السهم ومعدل التضخم في الجزائر | 320 |
| (4 – 41) | سعر السهم ومعدل البطالة في الجزائر | 322 |
| (4 – 42) | سعر السهم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر | 323 |

## ملخص

يعتبر موضوع كفاءة سوق رأس المال من المواضيع التي أثارت الكثير من الجدل، نتيجة للأهمية الكبير ة التي تحتلها أسواق رأس المال ، لما لها من دور كأداة تمويلية هامة توفر رأس المال، العنصر الأساسي المحرك لأي اقتصاد.

ويعد سوق رأس المال الكفء، السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية، حالية، مستقبلية عامة أو خاصة. وانطلاقا من ذلك تتغير الأسعار بشكل عشوائي تبعا لطبيعة المعلومات. كما أنه في إطار السوق الكفء تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية بالشكل الذي يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في الورقة المالية، حيث تتغير الأسعار بشكل عشوائي تبعا لطبيعة المعلومات، هاته الأخيرة التي تحدد الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، التي قد تكون صيغة ضعيفة القوة، صيغة متوسطة، أو صيغة قوية للكفاءة.

انطلاقا من ذلك تهدف هذه الدراسة إلى محاولة معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم. وقد شملت هذه الدراسة ستة (06) أسواق رأسمال عربية، حيث تم في مرحلة أولى استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق. كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف، في مرحلة ثانية.

وأخيرا تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق و مجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

و لقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، إذ تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق و اتجاهه نحو الكفاءة، ورغم تفاوت هذه القدرة من سوق إلى آخر فان بورصة

الجزائر تبقى عاجزة عن تعبئة الادخار و تشجيع الاستثمار، وهو ما يعني أن الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

كما اتضح من خلال قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار في كل من بورصة عمان ، سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة، وهو ما لم يتحقق في كل من بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر. بينما تبين أن كل الأسواق غير كفؤة في صيغتها المتوسطة و ذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق و العوامل الاقتصادية ، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

**الكلمات المفتاحية**

سوق رأس المال، كفاءة سوق رأس المال، كفاءة التشغيل، كفاءة التسعير، عدم تماثل المعلومة، قيمة الورقة المالية، صيغ الكفاءة ، الكفاءة الكاملة، شروط الكفاءة، الكفاءة الاقتصادية، استراتيجيات الاستثمار.

## Résumé

Le sujet de l'efficience du marché du capital est l'un des sujets soulevé beaucoup de controverses en raison de la grande importance de marchés de capitaux occupés pour son rôle comme un important outil pour le financement fournit le capital l'élément de base , le moteur de toute économie.

Le marché des capitaux efficient, est celui dans lequel reflètent les prix des valeurs mobilières dans les informations disponibles , que cette information soit historique , actuels, futurs, publics, ou privés. ces prix changent de manière aléatoire en fonction sur la nature de l'information. C'est également dans le cadre du marché efficient que la valeur marchande des titres égale à la valeur réelle de manière suffisante pour compenser les investisseurs pour le risque d'investir dans des titres financiers , où les prix changent de manière aléatoire en fonction sur la nature de l'information, ceux récents qui définit les différentes formules de l'efficience du marché du capital , qui peut être une formule d'une faible force, moyenne ou une formule d'une forte efficience.

Sur la base de cette étude vise à connaître vraiment si l'efficience des marchés du capital à une influence sur la valeur marchande des actions. L'étude comprenait six (06) marchés de capitaux arabes, où la première étape dans l'utilisation d'un ensemble d'indicateurs permettant de mesurer l'efficience du marché des capitaux sur ces marchés. Ont a aussi utilisé la méthode RUN test pour tester l'efficience du marché de capital sous la forme faible, dans la deuxième phase.

Enfin, c'était une étude de la liaison entre l'indice du marché et un groupe de facteurs économiques, afin de déterminer le comportement des prix sur le marché, dans une tentative pour mesurer l'efficience des marchés dans sa forme moyenne.

Et j'ai conclu dans cette étude un ensemble des résultats, le plus important, la plupart des marchés de capitaux à l'étude ont la capacité d'attirer l'épargne et encourager les investissements, d'une façon qui contribue à l'extension du marché et ses tendances d'efficience, bien que cette capacité varie d'un marché à un autre

niveau, la bourse de l'Algérie ne demeure pas en mesure de mobiliser l'épargne et encourager les investissements, ce qui signifie que l'Algérie ne dispose pas des nécessités de base de l'efficience.

Comme l'ont démontré en mesurant l'efficience du marché dans sa faible forme, que le marché est connu par son mouvement aléatoire des prix sur chacun de la bourse de Amman, le marché boursier saoudien,et la Kuwait stock Exchange, qui reflète l'efficience de ces marchés dans sa forme faible, qui n'a pas été accomplis dans chacun de la bourse d'Egypte, la Bourse des valeurs inculquées à Casablanca et la Bourse l'Algérie. Tout en précisant que tous les marchés sont inefficaces à sa forme moyenne et ça est due à l'absence de corrélation réels entre les indices du marché et les facteurs économiques, à savoir que les cours des actions ne répondent pas au changement de facteurs économiques dans l'étude.


## Mot clés

Le marché des capitaux, l'efficience du marché des capitaux, Efficience opérationnelle, l'efficience de tarification, l'asymétrie d'information, la valeur de titre, les formes d'efficience, efficience parfaite, conditions de l'efficience, l'efficience économique, les stratégies d'investissement.

## Abstract

Is the subject of the Financial market efficiency which subjects increased a lot of controversy, further to the great importance occupied by financial markets, because of its role as a tool for the financing supplies the capital, the basic element the engine of an economy.

It is the effective financial market, the market, that reflects prices of securities all the available informations, if such a public ,or historical , or private .these prices change randomly according to the nature of information. It is also with the effective structure of the market, the financial value of the securitie will be equal to its real value as being enough to imdemnify of the investor on the risks of the investment in the securities, where the prices fluctuate randomly according to the nature of information, those recent which defines the different formulas of efficiency of the capital market, which can be a weak strength an average or a strong efficiency formula.

The purpose of this study in passed on to know if the efficiency of capital market reflects on the market value by share. Those included the study six ( 06 ) Arab of Financial markets, where they were in the first stage the use of a set of indicators to measure the efficiency of the financial market in these markets. Were also used the method of emergency to test the efficiency of the financial market in its weak shape in the second phase.

Finally, it was a study of the connection between the index (indication) of the market and the group of economic factors to determine the driving(behavior) of the price to the market, to measure the efficiency of the market in its average formula.

And the study concluded a group of results and the indicators of use of the market that most of the financial markets in the study have the capacity to attract(entice) the promotion of savings and investment, in shape (form) which

contributes to the release(extension) of the market and its trend(tendency) of efficiency, although such a capacity of the market to another stock exchange, rests of Algeria incapable to mobilize the promotion of savings and investment, which means that Algeria has no elements of efficiency. its weak form the market knows a random movement in prices of the stock exchange of Amman, the Saudi stock market and Kuwait of the market the stock exchange, in a way which reflects the efficiency of these markets in their weak form, which was not realized in each of the stock exchange of Egypt, the stock exchange the values communicated in Casablanca, , Algeria stock exchange. By indicating that all the markets are ineffective in their average form and that is due to the absence of a real commitment between indicators of the market and economic factors, each that share prices did not answer the change of economic factors in the study.

**Keywords**

capital market, the efficiency of the capital market, the operational efficiency, pricing efficiency, information asymmetry, the value of securitie , the formulas of efficiency, perfect efficient market, the conditions of efficiency, economic efficiency, strategies of investment.